

MARJÁN ATTILA

**AZ EURÓPAI PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSI SZEKTOR ÉS A
GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ**

Világgazdaságtan Tanszék

Dr. Palánkai Tibor

Témavezető

BÍRÁLÓ BIZOTTSÁG NÉVSORA:

© Marján Attila, 2003.

BUDAPESTI KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI
ÉS ÁLLAMIGAZGATÁSI EGYETEM

NEMZETKÖZI KAPCSOLATOK PH.D. PROGRAM

**AZ EURÓPAI PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSI SZEKTOR ÉS A
GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ**

PH. D. ÉRTEKEZÉS

Marján Attila

Budapest 2003.

Tartalomjegyzék

Táblázatok és ábrák listája.....	7.
Koncepció.....	11.
Módszertani ismertető.....	13.
Összefoglaló.....	17.
Bevezetés.....	22.
 1. FÖLDRAJZI DIMENZIÓ, a világgazdasági verseny	 32.
1. 1. A világ nagy gazdasági pólusainak gazdasági kapcsolatai...	32.
1. 2. A nagy pénzügyi rendszerek sajátos jegyei és versenye...	46.
 2. PIACI DIMENZIÓ, a globalizáció	 66.
2. 1. A világgazdaság globalizációja.....	66.
2. 2. A pénzügyi rendszer globalizációja.....	92.
2. 3. Változások a pénzügyi szolgáltatások természetében.....	113.
 3. TECHNOLÓGIAI DIMENZIÓ, az elektronikus forradalom	 119.
3. 1. Az információtechnológia és a pénzügyi szolgáltatások.....	119.
3. 2. Az információtechnológiai fejlődés hatása a piacokra.....	147.
 4. SZABÁLYOZÁSI DIMENZIÓ, a válasz a piaci kihívásokra	 166.
4. 1. Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv.....	166.
4. 2. Lámfalussy-jelentés.....	177.
4.3. Egyéb fejlemények.....	192.
 5. REGIONÁLIS DIMENZIÓ, a Gazdasági és Monetáris Unió	 199.
5. 1. Általános megállapítások.....	199.
5. 2. Pénzügyi szolgáltatók.....	203.
5. 2. 1. Bankok.....	207.
5. 2. 2. Befektetési szolgáltatók.....	227.
5. 2. 3. Biztosítók.....	230.
5. 2. 4. Befektetési alapok.....	234.
5. 2. 5. Nyugdíjalapok.....	240.
5. 2. 6. Kockázati-tőke alapok.....	246.
5. 2. 7. Pénzügyi Konglomerátumok.....	248.
5. 3. Piacok.....	260.
5. 3. 1. Pénzpiacok.....	260.
5. 3. 1. 1. Bankközi piac.....	261.
5. 3. 1. 2. Repo piac.....	263.
5. 3. 1. 3. Futures piac.....	265.
5. 3. 1. 4. Kamatláb swap (IRS) piac.....	265.
5. 3. 1. 5. Rövid lejáratú értékpapírok piaca.....	266.
5. 3. 1. 6. Euró a devizapiacokon.....	267.
5. 3. 2. Tőkepiacok.....	269.
5. 3. 2. 1. Kötvénypiacok.....	271.
5. 3. 2. 1. 1. Államkötvények.....	274.
5. 3. 2. 1. 2. Vállalati kötvények.....	281.
5. 3. 2. 2. Részvénypiacok.....	284.

5. 3. 2. 2. 1. Tőzsdék helykeresése.....	291.
5. 4. A fizetési és elszámolási rendszerek.....	298.
5. 4. 1. Fizetési rendszerek.....	298.
5. 4. 2. Értékpapír elszámolási rendszerek.....	304.
6. ÖSSZEGZÉS.....	315.
Függelék I. Névmutató.....	333.
Függelék II. Egyes fontosabb rövidítések listája angolul.....	334.
Irodalomjegyzék.....	335.

Táblázatok és ábrák listája

1. 1. Táblázat.

Az euró-övezet, az USA és Japán legfontosabb gazdasági adatai 2000-ben.

34. o.

1. 2. Táblázat.

Tőzsdén jegyzett vállalatok száma

53. o.

1. 3. Táblázat.

Hazai részvények GDP-arányos kapitalizációja

53. o.

1. 4. Táblázat.

A pénzügyi rendszer egyes adatai a GDP százalékában mérve az euró-övezetben és az Egyesült Államokban (GDP %), 1999.

55. o.

1. 5. Táblázat.

Pénzügyi struktúrák az euró-övezetben és az Egyesült Államokban (2001 vége, a GDP %-ban)

56. o.

2. 1. Táblázat.

Külföldi bankok részaránya a külföldi bankok fiókjainak és leányvállalatainak mérlegfőösszege és a teljes hazai hitelintézeti mérlegfőösszeg arányával kifejezve 1997-ben.

105. o.

2. 2. Táblázat.

Jelentősebb belföldi (A.) és határon-átnyúló (B.) bankfúziók az elmúlt években.

111. o.

3. 1. Táblázat.

Információs és kommunikációs technológiai kiadások a GDP százalékában.

121. o.

3. 2. Táblázat.

Egyes E-pénzügyi mutatók (1999)

122. o.

3. 3. Táblázat

Működési költségek az eszközök százalékában

123. o.

3. 4. Táblázat.

A különböző tradicionális és elektronikus fizetési eszközök áttekintése

158. o.

4. 1. Táblázat

A Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv intézkedéseinek megvalósulása, a 2002 novemberi állapot szerint.

176. o.

5. 1. Táblázat

A hitelintézetek számának alakulása Európában

214. o.

5. 2. Táblázat.

Életbiztosítás mérete a gazdaságban, és a részvénytartás aránya.

232. o.

5. 3. Táblázat.

Befektetési alapok által kezelt vagyon

238. o.

5. 4. Táblázat.

A nyugdíjreform kihívásainak fő mutatói

243. o.

5. 5. Táblázat

Kockázati tőkebefektetések alakulása Európában

248. o.

5. 6. a. Táblázat.

Összeolvadások szervezeti eredményei

251. o.

5. 6. b. Táblázat.

Összeolvadások motivációi és gazdasági eredményei

251. o.

5. 7. Táblázat.

A devizaforgalom valuta-összetétele egyes EU országokban

268. o.

5. 8. Táblázat.

A devizakereskedelem valuta-összetétele a feltörekvő piacokon 2000-ben

269. o.

5. 9. Táblázat.

Az államkötvénypiacok mérete - állomány milliárd dollárban

275. o.

5. 10. Táblázat.

Euró-övezeti központi kormányzati nettó kötvénykibocsátás

280. o.

5. 11. Táblázat.

Értékpapírpiazi indikátorok
287. o.

5. 12. Táblázat
TARGET fizetések
302. o.

5. 13. Táblázat
A legjelentősebb nagyértékű fizetéseket lebonyolító rendszerek az eurózónában 1999-ben.
304. o.

5. 14. Táblázat.
Derivatív klíringházak Európában és a klíringelt tőzsdék
312. o.

1. Ábra.
NORDEA Bank nemzetközi pénzügyi konglomerátum sematikus szervezeti felépítése
334. o.

Rékának és Olivérnek,
akiknek mindez már a régmúlt lesz.

„A nemzetközi helyzet egyre fokozódik...
... és ezt sosem szabad elfelejteni”

(Virág elvtárs¹)

¹ Bacsó Péter: A Tanú c. filmjében.

KONCEPCIÓ

Kiindulási alap (tézis):

Az európai pénzügyi szolgáltatási rendszer forradalmi változásokon megy keresztül. A változások eredménye egy, mind a makro-, mind a mikroszinten jelentős mértékben megváltozott pénzügyi rendszer.

Aspektusok:

- Élesedő verseny a piacon
- Pénzügyi rendszer globalizációja és koncentrációja
- Elektronikai forradalom
- Dereguláció és liberalizáció
- Európai Gazdasági és Monetáris Unió

E könyv egyrészt e négy jelenség egymáshoz való viszonyát, ok-okozati kapcsolatait, valamint alapos és naprakész leírását kívánja adni. Másfelől kiemelten kíván foglalkozni a negyedik aspektussal, a Gazdasági és Monetáris Uniónak a pénzügyi szolgáltatási szférára való hatásával.

Koncepció:

A gazdasági kapcsolatok alakulásának legfőbb hajtóereje a **verseny**. Így van ez világgazdasági szinten is, ahol a versenyt hihetetlenül felerősítette a **globalizáció**. A globalizáció mértéke a pénzügyi szférában a legnagyobb, és a globalizációt részben kiváltó **elektronikai forradalom** is ebben a szférában a legnagyobb hatású.

Az Európai Unió, mint gazdasági nagyhatalom a világgazdasági versenyben a **monetáris unió** létrehozásával sokkal jobb esélyekkel veheti fel a **versenyt**. A monetáris unió létrehozása a pénzügyi szektor számára megkönnyíti az **elektronikai forradalom** potenciáljainak kiaknázását és lebontja a mikro-szinten lezajló **globalizáció** előtti akadályokat. A piaci versenykihívásokat fokozza a világméretű **dereguláció és liberalizáció**, amely egyben eszköz is a versenyképesség fokozására. Végeredmény:

makroszinten az európai pénzügyi rendszer magasabb versenyszint és óriási piaci koncentráció mellett elkezd ledolgozni hátrányát az amerikai piaccal szemben, miközben egyre kevésbé lesz tulajdonosi struktúráját, üzleti kapcsolatait vagy piaci kultúráját tekintve európai. Mikroszinten: néhány éven belül rá sem fogunk ismerni a pénzügyi szolgáltatókra.

MÓDSZERTANI ISMERTETŐ

A megközelítés általában

- A feldolgozandó téma hatalmas és meglehetősen sok aspektust ölel fel. Ezért indokoltnak láttam a tematikai széttagolást, ami alapját képezi a fejezeti felosztásnak is. Ezeken belül külön-külön vizsgálódom, de igyekszem mindig utalni az adott témának a további fejezetekkel való kapcsolatára, különösen tekintettel annak a koncepcionális logikai láncban elfoglalt helyére.
- A címválasztás kérdése. A dolgozat tartalmát tekintve talán realisabb lett volna egy olyan címet választani, mint mondjuk „Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor átalakulása”, hiszen igyekszem a folyamat minden fontosabbnak ítélt aspektusát számba venni, nem csak a monetáris unióét. Végül mégis a jelen cím mellett döntöttem két okból. Egyrészt, mert ez az aspektus a dolgozat leglényegesebb része, amelyre a dolgozat előkészítő részei során is rá kívánom az olvasó figyelmét irányítani, másrészt el szerettem volna kerülni, hogy a dolgozat címével esetleg valótlan, túlzott elvárásokat ébresszek.
- Az egyes témakörök (fejezetek) feldolgozása során mindig hármas megközelítést alkalmaztam, vagyis a téma feldolgozása három szinten történt meg: a vonatkozó elméleti szakirodalom szintjén; a területre vonatkozó gyakorlati-piaci elemzések (főleg nemzetközi pénzügyi intézmények kutatásainak, statisztikáinak) feldolgozása szintjén; és végül a konkrét piaci események (konkrét vállalatokkal, pénzügyi intézményekkel, tőzsdékkal, stb. kapcsolatos jelentős események) feldolgozása, értékelése szintjén. Ez a hármas megközelítés mindegyik fejezetben megtalálható, jóllehet az egyes elemzési szintek egymáshoz viszonyított jelentősége az adott téma jellegének megfelelően mindig más és más.
- Az egyes fejezetekben képtelenség lett volna a téma minden részletében történő elemzése, már csak terjedelmi okokból is, de törekedtem a minél több statisztikai adat és konkrét piaci információ összegyűjtésére és feldolgozására. Ezeket az információkat felhasználva, a téziseknek megfelelően kiértékelve és következtetéseket levonva jutottam el folyamatosan a konklúziók levonása felé. A fejezetek végén részkonklúzió és a fő logikai láncba való beillesztés leírása, illetve a többi aspektussal való kapcsolat elemzése található.

- Mivel relatív kutatási előnyöm az EU és a tagállamok friss, olykor a széles nyilvánosság számára csak nehezen hozzáférhető dokumentumainak felhasználásában illetve a témában járatos brüsszeli illetékesek személyes megkeresésében van, ezért ezeket a forrásokat jelentős mértékben használtam.
- A hivatalos adatok, statisztikák és dokumentációk elemzése mellett a szakértők és döntéshozók véleményének kikérésére is hangsúlyt fektettem, hiszen ezek a vélemények nagyon gyakran évekre előre vetítik a majdani szabályozási vagy piaci fejleményeket. Ezért számos beszélgetést folytattam az Európai Bizottság és a Brüsszelben székelő nemzetközi szakmai szövetségek, szervezetek vezetőivel is. A válaszok értékelése során visszacsatolást is kaptam arról, hogy koncepcióm és feltevéseim mennyiben esnek egybe a terület kiemelkedő gyakorlati szakembereivel.
- Végezetül meg kell említeni azt is, hogy a dolgozat, maximálisan törekedvén az aktualitások, piaci és jogszabályi reform-fejlemények bemutatására, óhatatlanul avulni fog az idők előrehaladtával (erre utal az ajánlás és a mottó is). Ennek két okát említeném meg: egyrészt a piacon tapasztalható nagyfokú turbulencia és átrendeződés, másrészt a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv által diktált jogalkotás nagy irama miatt. Ezért a naprakész tájékoztatás - és egy érdekes, átfogó pillanatkép - nyújtása mellett igyekeztem arra is törekedni, hogy általánosabb érvényű, átfogó következtetéseket vonjak. A tény azonban tény marad: a dolgozat elkészítése utáni eseményeket nem tudtam figyelembe venni.

Fogalomhasználat

A dolgozat a kulcsfogalmakat - mint pl. pénzügyi szolgáltatások, a hitelintézetek, illetve befektetési szolgáltatás-nyújtók - az EK irányelveknek megfelelően definiálva használja. Úgy gondolom, hogy ez indokolt, hiszen a dolgozat alapvetően európai kontextusban helyezkedik el, és a legautentikusabb fogalom meghatározás a közösségi jog betűje. Azokban az esetekben, ahol nem ad útmutatást a formális közösségi jog, ott az európai szakmai szervezetek által vallott vagy az üzleti életben elfogadott meghatározások, illetve az általános európai gyakorlatnak megfelelő tartalmát fogadtam el. Iránymutatást adott továbbá a nemzetközi pénzügyi szervezetek, mint pl. a BIS fogalomrendszere is. A

pénzügyi szolgáltatások burjánzó világában mindez nem jelentéktelen kérdés. A dolgozatban gyakran szereplő pontatlan „pénzügyi szektor” kifejezést átfogóan a pénzügyi szolgáltatók, a pénzügyi és tőkepiacok, illetve a piacok intézményrendszerek (pl. elszámolási rendszerek) összességére használom.

Felhasznált információs források

- *Írott dokumentumok*
EU, ECB, EIB, OECD, WTO, BIS, BAC (Banking Advisory Committee), ESBG (European Savings Banks Group), EBF (European Banking Federation), EACB (European Association of Co-operative Banks), Bank of England, British Bankers Association, IMF, Euroclear, Electronic Banking Federation, International Accounting Standards Committee, Worldbank, Federal Reserve Board, audit cégek hivatalos tanulmányai, dokumentumai, stb.
- Egyéni szerzők elemzései, könyvei
- Pénzügyi folyóiratok, napilapok
- Statisztikai adatok (pl. Eurostat)
- Internet információk
- Személyes interjúk pénzügyi intézmények vezetőivel
- Személyes interjúk az Európai Bizottság illetékes munkatársaival
- Személyes interjúk az európai szakmai szervezetek munkatársaival
- Vállalati esettanulmányok, stb.

Mivel szándékomban állt a konkrét piaci események (pénzügyi szolgáltatók, tőkepiacok, IT és internet cégek stb. fúzióinak, szétválásának stratégiai befektetéseinek egyéb fontos piaci műveleteinek) regisztrálása, ezért három évvel ezelőtt létrehoztam egy *számítógépes pénzügyi piaci adatbázist*, amelyet napi rendszerességgel aktualizálok és ami több információ-forrást felhasználva tartalmazza az Európában történő szinte összes, illetve az egész világban történő európai vonatkozású kiemelt fontosságú piaci eseményt az alábbi kategóriákba osztva: *bankok, biztosítók, befektetési társaságok és tőzsdék, pénzügyi konglomerátumok, technológiai és Internet vállalatok*.

Ezt a számítógépes adatbázist folyamatosan bővítem (már jelenleg is több száz oldalas), a piaci folyamatokról megkísérlek primér elemzéseket, trendeket készíteni és

számszerűsíteni. Ennek az adatbázisnak a feldolgozása hatalmas terjedelme miatt meglehetősen időigényes, de terjedelme adhatja legnagyobb értékét is.

A jelentős számú táblázatot és statisztikai kimutatást a dolgozat gondolati egységének megfelelően a főszöveg megfelelő részében prezentálom.

Kutatásaimat jelen dolgozat megvédése után is tovább folytatom a Brüsszeli Szabadegyetem (Free University of Brussels – Vrije Universiteit Brussel – VUB) Ph.D. programja keretében 2002 vége óta, ahol az EMU-nak a csatlakozó országok pénzügyi szektorára való hatásait kívánom elemezni.

Összefoglaló

A dolgozat alapvetően a Gazdasági és Monetáris Unió európai pénzügyi rendszerre való hatását kívánja értékelni, viszont nem tudtam és nem is akartam attól a lehetőségről lemondani, hogy a pénzügyi rendszerben lezajló rendkívül érdekes folyamatok más alapvető mozgatórugóit is számba vegyem, keretbe helyezve ezáltal a fő mondanivalómat.

Értelemszerűen mindezt egy ilyen viszonylag rövid dolgozatban csak úgy lehet megoldani, hogy terjedelemben korlátozom ezeket a fejezeteket, illetve az abban leírtakat szoros ok-okozati megfeleltetésnek vetem alá a fő mondanivalóhoz való viszonyában. Enélkül a dolgozat szabad gondolatkezdemények laza halmaza lenne, amit szerettem volna elkerülni. Mindemellett azért mégis szerettem volna betekintést nyújtani az összes általam fontosnak ítélt aspektusába a világ és kivált Európa pénzügyi piacain lezajló hatalmas változásoknak.

A *bevezető rész* előzetes, nagyon vázlatos betekintést kíván adni a fejezetek témáiba, utal a kulcspontok kiválasztására, ezek összefüggéseire, felvillantja a dolgozat logikai láncolatát, és felvázolja a szerző koncepcióját.

Az *első részben* madártávlatból nézünk le a dolgokra. Ez a rész nem is csak Európáról, de még csak nem is kizárólag a pénzügyi szektorról szól, hanem arról, ami őket körülveszi: a tágas értelmezett gazdasági környezetről és a nemzetközi versenyről.

Mivel a koncepcióm szerint a monetáris unió létrejöttének is a legfontosabb indoka a világgazdasági verseny, ezért ebben a széles mederben kezdem meg a vizsgálódást, vázlatosan elemezve a három világgazdasági pólus gazdasági helyzetét és kapcsolatait, várható kilátásait, illetve pénzügyi rendszereik alapvető jellemzőit, eltérő karaktereit.

A fejezet elhelyezi Európát, mint gazdasági és pénzügyi rendszert a nagyvilágban. Tematikája a teljesség igénye nélkül: vázlatos leírása az Egyesült Államokban és az Európai Unióban végbemenő fontosabb makrogazdasági és kereskedelempolitikai folyamatoknak, USA-EU vámháború, világkereskedelemben való részvétel, termelékenység verseny, vállalati eredmények, kereskedelmi kapcsolatok, közvetlen tőkebefektetések, pénzügyi szektor jellemzői és nemzetközi aktivitása, piaci szereplők

mérete, irányítási, tulajdonosi, felügyeleti jellemzői, Glass-Steagall törvény eltörlésének hatásai, távol-keleti pénzügyi válság és paradigmaváltás, stb.

A *második rész* tematikáját tekintve hasonlít az elsőhöz. Egyfelől ez is egyfajta keretet ad a fejleményeknek, másrészt ez már részletesebben taglalja a pénzügyi szektorban lezajló fejleményeket is.

Az alapvető különbség a két fejezet között, hogy az első egy statikus keretet ad, elsősorban az eltérésekre koncentrálna, míg a második egy dinamikus keret és azoknak a tényezőknek a leírását adja, amelyek a különbségek eltűnésének, a homogenizálódásának az irányába hatnak, vagy esetleg annak kísérőjelenségei.

A fejezet záró bekezdései, amelyek a pénzügyi-technológiai világhálóval foglalkoznak, tulajdonképpen az előző fejezetben leírt, egymással versenyző, egymástól különböző pénzügyi világhatalmak világának a rohamos interkonnekcióját, összegabalyodását írja le és rávezet a napjainkban zajló technológiai forradalommal kapcsolatos kérdésekre, ami szintén fontos oka, de egyben okozata is a folyamatoknak. Ízelítő a tematikából: az utóbbi néhány év világgazdasági trendjei, elsősorban gazdasági koncentráció, felvásárlások, transznacionalizálódás, trendek a pénzügyi szolgáltatások piacain. Betekintés a pénzügyi szolgáltatások jellegének átalakulásába, a piacok globalizációjába, termékfejlődés, univerzalizálódás, dezintermediáció, tőzsdék átalakulása, fúziója, szerepük ártértékelődése, stb.

A *harmadik rész*, amely a technológiai “forradalomról” szól, miután röviden szakértői véleményeket ütköztet arról, hogy valójában forradalom történik-e korunk technológiájában, kivált az információs technológiában, rátér a dolgozat szempontjából sokkal fontosabb kérdésekre. Ismerteti az elektronikus pénzügyi szolgáltatások jellemzőit, piaci szerepét, illetve a közös európai szabályozási keret lényegét. Foglalkozik az elektronika pénzügyi szolgáltatásokban játszott egyre fontosabb és összetettebb szerepével, egyrészt a meglévő infrastruktúra korszerűsítése, másrészt az új irányok, új termékek szempontjából és természetesen a pénzügyi rendszerek globalizálódásának és versenyének szempontjából, számos naprakész piaci információval.

A következő, *negyedik rész* elemzését adja a nemzetközi piacokon lezajló folyamatokra adott EU szabályozási válasznak, amely a piaci akadályok megszüntetését, a liberalizációt hivatott szolgálni. Kiemelem ezek közül a két legjelentősebb keretprogramot a Pénzügyi Szolgáltatási Akciótervet és a Lámfalussy-jelentést. Enélkül az elemzés nélkül – véleményem szerint - alapvetően hiányossá válna az értékelés, és ezt a fejezetet arra is fel kívánom használni, hogy tudományosan előkészítsem és felvezzem a következő, legfontosabb részt, amely a monetáris uniónak a pénzügyi szektorra vonatkozó hatásait elemzi.

Az *ötödik részben*, miután megpróbáltam megtisztítani a folyamatokat az egyéb hatásoktól, illetve lefektettem elképzeléseimet az ok-okozati viszonyokról, ebben, a terjedelmét tekintve is legjelentősebb részben a Gazdasági és Monetáris Unió hatásait kísérem meg elemezni összességében, illetve az egyes szektorokra lebontva.

Az elemzés tehát egyfelől a pénzügyi szolgáltatások világának egészére vonatkozóan készül, másfelől annak fontosabb elemeire (*pénzügyi szolgáltató intézmények, pénzügyi piacok, pénzügyi infrastruktúra*) külön-külön lebontva is.

Ez a fő fejezet a gazdasági, történeti és szabályozási keretbe helyezés után részleteiben szól arról, hogy a bankok és egyéb pénzügyi szolgáltatók hogyan készültek fel a monetáris unióban való gazdálkodásra, mennyiben érintette üzletpolitikai, piacszerzési, termék-, és egyéb stratégiájukat annak létrejötte. Mennyiben befolyásolta üzletvezetési, tulajdonosi-irányítási jellegüket, optimális üzemméretüket, milyen költségekkel és hasznokkal járt számukra mindez?

Természetesen az elemzendő alanyok körét megfelelően diverzifikálni kellett az egyes szolgáltatók jellege szerint, hiszen a valutaunió alapvetően másképp érinti a takarékszövetkezeteket, a nagy nemzetközi bankokat, vagy a specializált hitelintézeteket és egyéb típusú szolgáltatókat. Az alany-diverzifikáció manapság azonban nem könnyű feladat, hiszen hatalmas lendülettel folyik a szolgáltatók univerzalizálódásának, konglomerálódásának, a hagyományos tevékenységek összekapcsolásának, és “virtualizálódásának” folyamata.

Egy igazán érdekes kérdés az, hogy mennyiben okozója a szolgáltatási portfóliók átszabásának a valutaunió létrejötte. E problémának is a nyomába kívántam eredni.

Természetesen külön vizsgálandók azon tagállamok pénzügyi piacai és szolgáltatói is, amelyek egyelőre nem részesei a Monetáris Unió harmadik szakaszának.

Elemezni kívántam, hogy miképpen befolyásolta, befolyásolja a pénzügyi szolgáltatások egészét, a piacokat, az európai pénzügyi szektor nemzetközi versenyképességét, tulajdonosi struktúráját, hatékonyságát és a nemzeti piacok koncentrációját a valutaunió létrehozása. Fokozódott-e a földrajzi diverzifikáció, felfutottak-e a határon átnyúló szolgáltatások? Valóban kimutathatók-e azok az előnyök a szolgáltatók, illetve az összeurópai szinten pénzügyi rendszer számára, amelyeket a közös monetáris rendszer létrehozásával előre jeleztek? Valóban jelentkeznek-e azok a hátrányok amiket megjósoltak? Mennyiben módosította az EMU a banki és befektetési tevékenységek kockázatát (piaci, likviditási, jogi, működési, stb. kockázatok), erre milyen válaszok születtek a vállalkozások részéről, mennyiben módosultak az egyes piacok kockázatai, elősegítette-e a dezintermediációt, és a bankok mérlegen kívüli tevékenységének felfutását, mennyiben változtatta meg a származékos eszközök, és a devizaműveletek piacait? Felgyorsult-e a pénzügyi konglomerációk kialakulása?

A pénzügyi szolgáltatók mellett a keretintézményekre, mint pl. tőzsdék és egyéb tőkepiacok, elszámolóházak, és fizetési rendszerek, stb. is kitértem, bemutatva azokat a fejleményeket, amikkel ezen intézmények szembesültek a monetáris unió létrehozatala során.

Mindezek rendkívül izgalmas kérdések, amikre a válaszok éppen napjainkban születnek, a piacok és a piaci szereplők produkálják azokat. Ennek felkutatása során éltem a kiterjedt, és napról-napra bővülő írásos elméleti források felhasználása mellett a személyes szakmai információk, illetve esettanulmányok felhasználásával is.

Az összegző részben megpróbálom értékelni a hatásokat, és egyfajta egyenleget vonni azokból, összevetve az előrejelzéseket, várakozásokat a valósággal (ami természetesen e területen hihetetlenül gyorsan változik) és visszatérve a bevezető koncepcióra megkísérlem

– most már a könyvben kifejtett elméleti és piaci információkon alapuló elemzésekre alapozva - visszaigazolni az abban leírt bonyolult összefüggésrendszert.

Bevezetés

„HÜLYESÉG MIATT ZÁRVA!”² – hirdette a felirat egy bedeszkázott kirakaton, 2002 novemberében Firenzében. A falapok valószínűleg a megrémült tulajdonos, a szöveg pedig egy vicces kedvű antiglobalista felvonuló jóvoltából került fel az ajtóra. A toszkán fővárosban az a maroknyi büfé- és pizzériatulajdonos járt jól, aki – a kormány és a média keltette pszichózis ellenére – ki mert nyitni az Európai Szociális Fórum által szervezett felvonulás útvonala mentén. A lehúzott redőnyök között, karneváli hangulatban haladó menetelők euróval fizetve kiitták és felették a készleteket. Firenzéből tehát nem lett Genova-2: a tavaly nyári véres G-8-as csúccsal ellentétben itt egyetlen incidens sem történt.

A fenti rövid történet jól szemlélteti korunk ellentmondásos hangulatát, a világgazdasági, és társadalmi folyamatok megítélésének ellentmondásosságát. Érezhető, hogy a világ rendkívül jelentős átalakuláson esik át.

Az elmúlt század utolsó évtizede alapvetően a világpiac dinamikus bővülésének és az egyre gyorsuló transznacionalizálódásnak a jegyében telt el. Egy ilyen időszakban csak az az ország vagy régió lehetett és lehet sikeres, amely képes betagozódni a nemzetközi áramlatokba. Ez persze egy sor hagyományos fogalmat – mint például a nemzeti szuverenitás – átértékel, és számos új dilemmát és megoldandó kérdést vet fel. Az elmúlt évek viharos világgazdasági változásai a közgazdaság gyakorlati és elméleti elveinek újragondolására késztetnek.

Korunkban választ kell adni azokra az alapvető kérdésekre, amelyek már gyakran túlmutatnak a közgazdaság-tudomány keretein, mint például a nemzetközi gazdasági és pénzügyi intézményrendszer elkerülhetetlen reformja, a globalizáció és a technológiai forradalom pozitív hatásainak szétterítése az egész világon, a negatív hatások kordában tartása, stb.

Azzal mindenki egyetért, hogy, ha nem is látszanak a gazdasági világrend jövőjének kristálytisztá körvonalai, az bizonyos, hogy a nemzetközi gazdaság sohasem volt ilyen gyorsan változó „kedvében”.

² Népszabadság, 2002. november 11-i szám

Néhány szó a nemzetközi gazdaságban lezajló fejleményekről...

2000 nyarán, az Okinava szigetén megtartott G7-tanácskozáson még osztatlan volt a bizalom a világgazdaság töretlen fejlődésében. A világ gazdasági vezetői úgy érezték, hogy minden okuk megvan a gazdasági helyzet és önmaguk tevékenysége feletti elégedettségre. Az Egyesült Államok számára a túlfűtött gazdaság lehűtése és a "puha földet érés" levezénylése jelentett feladatot, ami akkor még nem tűnt különösebben nehéznek. Biztatóak voltak a munkaerő-piaci, fogyasztási és ipari termelési adatok.

Európában is folyamatosan duzzadt a vállalatok rendelésállománya, a fogyasztói bizalom nagyobb volt, mint a korábbi ciklusok csúcsein, a második negyedéves növekedési ütem 5 százalék körüli volt, és azt az év hátralévő részében is 4 százalék körülire becsülték.

Japánban a vállalatok bizakodási indexe hároméves csúcson volt, és a növekedésorientált gazdaságpolitikát mikéntjéről gondolkozott mindenki.

Az üzleti élet, a média és a kormányzati szféra nyilatkozatai tele voltak a gazdasági paradigmaváltás, az „Új gazdaság” sikereivel, és a megújult gazdaság növekedési potenciálja valóban szinte korlátatlannak tűnt. Sem elméleti, sem gyakorlati oldalról nem kérdőjelezte meg senki komolyan ezt a lelkesedést (pl. még Soros is teljes bizalommal szállt be a Nasdaq-ba, jöllehet annak akkori árfolyama már régen elszakadt a reálfolyamatok által indokolható szinttől)...

Azután egy év alatt kevesebb, mint a felére zsugorodott a világgazdasági fejlődés motorjának tartott technológiai részvényeinek értéke. A technológiai szektor jelentősen eladósodott, ugyanakkor hatalmasak voltak a fejlesztési igényei, és bizonytalanok a közvetlen kilátásai. A korábbi eufóriát a kijózanodás és az átstrukturálódás követte.

A Nasdaq-on forgalmazott részvények összértéke egy év alatt 6700 milliárd dollárról 3000 milliárd dollárra esett, és azóta is tart folyamatos erodálódása. Az értékvesztés az Egyesült Államok éves bruttó hazai termékének több mint harmadát tette ki.

Ha szarkasztikusan akarunk fogalmazni, kijelenthetjük, hogy a világgazdaság jelenlegi állapotában egy biztos dolog van: a bizonytalanság.

A 2002. február 4-én befejeződött Világgazdasági Fórum New York-i értekezletén a rendkívül szerteágazó vitán belül továbbra is a világgazdaság közeljövőjének kérdőjelei, illetve a globalizáció világgazdaságra gyakorolt hatásának kérdései álltak a középpontban. A megújuló viták alaphangját *Bill Gates*, a Microsoft feje adta meg. Elmondta, hogy semmiféle olyan jelet nem lát, ami a közeli fellendülésre utalna. Az ellenpontot *Paul O'Neill* amerikai pénzügyminiszter adta meg, aki szerint egyértelmű, hogy 2002 második feében megindul a fellendülés.

A globalizáció kérdésében – véleményem szerint - *Kofi Annan* ENSZ-főtitkárnak a *Financial Times* című brit lapban megjelent cikke jelentette az alapvetést. Annan szerint téves nézet az, hogy a legnehezebb helyzetben lévők a globalizáció áldozatai volnának. Éppen az szerinte a probléma, hogy a globalizáció igen hiányosan halad előre, és vannak olyan térségek, amelyeket el sem ért. A tapasztalatok szerint éppen azok az országok küzdenek a legnagyobb gondokkal, amelyek egyelőre kimaradtak a globalizációból. Annan szerint emiatt nem tehetők felelőssé a fejlettek kormányai. Ő az üzleti világ felelősségét vetette fel, amely sokszor passzív a reménytelennek látszó térségekben, holott a legnagyobb és leghatékonyabb eszközkészlettel rendelkezik, hogy ösztönözze a fejlődést a világ bármely pontján.

Soros György viszont az Egyesült Államok felelősségére hívta fel a figyelmet – ugyanebből a szempontból. Szerinte fontos, de nem lehet kizárólagos a terrorizmus elleni küzdelem. Véleménye szerint a fejlesztési ügyekben Amerikának ugyanakkora elszántságot kellene tanúsítania, mint a harcban. Annyiban össze is kapcsolta a két erőfeszítést, hogy szerinte a fejlesztések legalább annyira hozzájárulnak a békés világ megteremtéséhez, mint a terrorizmus elleni küzdelem.³

Az Európai Unióban egyre nyíltabban ismerik be, hogy egy időre kizárt a gazdasági növekedés, sőt a visszaesés sem kizárt. Ezt a konklúziót vont le az EU pénzügyminisztereinek 2002. novemberi tanácskozása.⁴ Korábban úgy vélték, hogy Európa átvészeli az amerikai lassulást, majd annak elmúltával gyorsan évi két-, de inkább háromszázalékos gyarapodási tempót vesz fel.

³ Népszabadság, 2002. február 5.

A becsléseket azonban fokozatosan lejjebb adták. 2002-ben félszázalékos, 2003-ban legfeljebb másfél százalékos növekedésnek is örülne az eurózóna, amelynek pénzügyminiszterei ismét kamatcsökkentésre ösztökélik a közös valuta független jegybankját. Ez azonban az év vége előtt nem volt várható – és utána is csak vonakodva, mert a bank ellenzi a „mesterséges” élénkítést (erről a dilemmáról még szólunk a későbbiekben). Mi több, az Európai Központi Bank ismét egyértelműen költségvetési szigorra hívta fel a tagállamokat.

Noha a két nagy uniós gazdaság, a francia és a német kierőszakolta, hogy kereslet- és beruházás-élénkítési célból túlléphesse a költségvetési hiány uniós plafonját, Berlin és Párizs beismeri: nincs nagy mozgástere a növekedés beindításához. Az évek óta halogatott szerkezeti reform, a közös pénzpiac évtizede csúszó reformja és a még mindig nagyon merev munkaerő-szabályozás nem sikerült a gyarapodás idején, és most recesszióban kellene vállalni ezeknek amúgy is súlyos politikai terheit. Közben az eddig jól húzó skandináv és holland gazdaság is megtorpant.

Az OECD 2002 őszi jelentésének tervezete szerint már csak 1,9 százalékos gazdasági növekedés várható a valutaunióban 2003-ban, a tavaszi jelentésben jelzett 2,9 százalék helyett. Az azévi euróövezetbeli növekedési prognózist az OECD 0,7 százalékosra csökkentette a korábbi 1,3 százalékról.

Az Egyesült Államokra 2,5 százalékot jósolnak. A gazdasági növekedés legfőbb motorja, az üzleti beruházás a közeli jövőben nem lendül fel.

Németországra, a legnagyobb eurógazdaságra alig 0,2 százalékos növekedést valószínűsített a szervezet 2002-ben. A 15 tagú EU egészére a korábbi 2,8 százalék helyett 1,9 százalékos növekedést jósolt az OECD 2003-ra.⁵

A válságot, és a bizonytalanságot tovább növeli a vállalati pénzügyi kimutatásokba vetett bizalom sosem látott megingása, ahogy egyre-másra kerülnek napvilágra a cégek és az auditorok botrányos ügyei. Erről a jelenségről is szólunk még a következőkben.

⁴ MTI

Mindezek a rendkívüli gyorsasággal lejátsszódó piaci fejlemények, valamint az ezzel egy időben, a mélyebb rétegekben lejátsszódó események és jelenségek, mint például a világgazdasági keret-intézményrendszer reformjára irányuló törekvések, illetve annak hangos társadalmi elítélése (aminek leginkább Seattle-ben, vagy Genovában lehettünk szemtanúi), a transznacionizálódás rohamos növekedése, az EU egyre kétségbeesettebb rohama az Egyesült Államok gazdasági hegemoniája ellen, a világtörténelem első jelentős monetáris uniójának és egy új világpénz bevezetésének ténye hihetetlenül izgalmassá teszik ezt a korszakot.

Ez még akkor is igaz, ha a technológiai forradalmon alapuló globális gazdasági paradigmaváltás bekövetkezése egyelőre nem tekinthető igazoltnak.

A pénzügyi szektor kihívásairól és fejlődéséről...

Ezek az idők természetesen hatalmas feladatok elé állítják a gazdaság pénzügyi közvetítő rendszerét is. A bankok, befektetési bankok és egyéb nagy intézményi befektető cégek, csakúgy mint a világ tőzsdéi szédületes változásokat élnek meg. Az Európában tevékenykedő intézmények számára a feladvány még bonyolultabbá vált azáltal, hogy a globális átrendeződési hatások mellett a monetáris unió bevezetésének kihívásainak is meg kellett és kell felelniük.

Az elemzések és a pénzügyi szakemberek (Európai Bizottság, Európai Központi Bank, OECD, stb.) véleménye nagyjából egységes abban a tekintetben, hogy az európai pénzügyi rendszerekre ható legfontosabb fejlemény a nemzetközi verseny fokozódása, amely az utóbbi néhány évben jelentősen felerősödött, nem kis mértékben a technológia robbanásszerű fejlődése miatt. Ezekre a globális folyamatokra az euró-zónában, de a zónán kívüli EU országokban is alaposan ráerősített az euró bevezetésének ténye. Mindezen folyamatok egy magasabb hatékonysággal működő, a globális pénzügyi hálózatba jobban bekapcsolódott, erősen koncentrált és földrajzilag diverzifikált európai pénzügyi rendszerhez, illetve az európai pénzügyi háttérintézmények (elszámolóházak, fizetési rendszerek, tőzsdék) erőteljes koncentrációjához vezet.

⁵ Reuters

Az euró bevezetése óta már jelentős fejlemények játszódtak le az európai tőkepiacokon, de a pénzügyi rendszerben általában is. A tapasztalatok alapján egyértelmű, hogy az euró-övezet nem vált egy pénzügyi erődtémmé, amelynek piacai és intézményei el lettek vágva a világtól. Sőt, az euró-övezeten kívüli piaci szereplők óriási érdeklődést mutattak az euró-övezeti pénzügyi piacok iránt. A tapasztalatok továbbá azt is mutatják, hogy az euró jelentős hatással van a pénzügyi piacok struktúrájára, különösen az értékpapírosodás jelenségének felgyorsításában.

Mint tudjuk, az európai kontinentális pénzügyi rendszerek alapvetően a bankok által közvetített forrásokon alapulnak. Mint azt a későbbiekben bemutatjuk, ez ellentétes az amerikai gyakorlattal, ahol az értékpapírosodás sokkal nagyobb mértékű. Az euró-övezetben a vállalati kötvénypiacok és a részvénytőzsi kapitalizáció is sokkal alacsonyabb, mint az Egyesült Államokban. De majd, mint látni fogjuk, az euró bevezetése során egyfajta konvergencia indult el.

Az euró-övezeti *pénzpiacok* az euró bevezetése után nagyon gyorsan integrálódtak, annak ellenére, hogy jelentősen eltértek egymástól a közös valuta bevezetése előtt. A tranzakciók volumene jelentősen megnőtt 1999 elejétől kezdve és azóta is fokozatosan nő. Az euró-övezeti pénzpiacok gyors és nagyfokú integrációjának mindenek előtt a közös monetáris politika az oka. Ez az integráció lehetővé, illetve szükségessé tette a fizetési rendszerek jelentős mértékű összehangolását is. A TARGET által végrehajtott fizetések az összes valós idejű fizetés (nemzeti és határon átnyúló fizetéseket is beleértve) több mint 37%-ot képviselték már 1999 márciusában. A nemzeti és a nemzetközi értékpapír elszámoló házak fejlesztik összeköttetéseiket, ezáltal egyre könnyebbé téve a nemzetközi értékpapírügyletek lebonyolítását.

1999-től kezdődően nőtt az euróban denominált *kötvények* jelentősége a dollárban denomináltakéhoz képest. A vállalati kötvénykibocsátás volumenének növekedése együtt járt a kibocsátások átlagos méretének növekedésével. Ez a tendencia valószínűleg fennmarad, hiszen a nemzetközi fúziók és felvásárlások volumene is fokozatosan növekszik. A növekvő kötvénykibocsátás oka mind kínálati, mind keresleti oldalról világosan látható: A kínálati oldalon az járult hozzá a volumennövekedéshez, hogy a vállalatok számára előnyös kibocsátani a megnövekedett méretű és likviditású euró-övezeti

kötvénypiacon. A keresleti oldalról viszont az ösztönözte a vállalati kötvénykibocsátást, hogy ez euró tagállami kormányoknak be kell tartani a Stabilitási és Növekedési Egyezmény szigorú szabályait, ezáltal viszonylagos versenyelőnyt biztosítva a magánszektor adósságot megtestesítő értékpapírjainak. Emellett az euró-övezetnek nagy megtakarításokat kell eszközölnie annak érdekében, hogy eleget tudjon tenni a jövőbeni nyugdíjkifizetéseknek. Ezen megtakarításoknak egy része pedig – természetesen – vállalati kötvényekbe helyeződik el. Az euróban denominált adósságot megtestesítő értékpapírok iránti globális kereslet is egyre inkább növekedni fog, ahogy az euró jelentős tartalékvalutává válik.

Az euró-övezeten belül *részvénybefektetési és kereskedési* tevékenységeket egyre kisebb mértékben befolyásolják országspecifikus tényezők. Egyre inkább az egész övezetre jellemző faktorok a meghatározók, és ennek megfelelően összövezeti részvényindexek alakulnak ki. A piaci szereplők egyre inkább elfogadják ezeket az indexeket, már csak azért is, mert egyre gyakrabban összövezeti befektetési pozíciókat és stratégiákat vállalnak. Az euró bevezetése részvénytőzsdék között is egymással versenyző szövetség-rendszerek kialakulását idézte elő.

Az euró értékpapírosítási hatása a *bankok* számára tevékenység átalakítási kihívást jelent. Az euró-övezetben a nyugdíjalapok és az egyéb intézményi befektetők eszközállományának növekedése meghaladta a bankokét.

Erre a bankok a befektetéskezelési üzletág erősítésével válaszoltak. Ezáltal az értékpapírosodás tendenciáját a saját hasznukra tudták fordítani. A befektetési alapok jelentős része ma már banki tulajdonban van. A bankok bevételi struktúrájában tehát erősödött a befektetési üzletághoz kapcsolódó bevételek szerepe. A nem banki leányvállalatok alapítása mellett más banki-stratégiai és szervezeti válaszok is születtek. A jelenleg zajló fúziós tendencia hátterében részben az áll, hogy a nagyobb méret elősegíti a nagy nemzetközi vállalatok befektetési-banki igényeinek kielégítését.

Természetesen a fúziós hullámnak más okai is vannak: a kisebb méretű bankok összeolvadását elsősorban költséghatékonysági tényezők motiválják.

A közös valuta bevezetésének a bankrendszerre való hatását az Európai Központi Bank 1999 elején kiadott jelentése⁶ az alábbiak szerint foglalja össze.

Mivel az euró számos korábbi európai valutát helyettesít, ezért csökkenni fog a bankok devizatevékenysége. Ezt a tevékenységcsökkenést pénzügyi, de főképp részvénypiaci tevékenységekkel ellensúlyozzák.

A monetáris unió katalizálja a meglévő strukturális trendeket az európai bankszektorban, főképp az alábbiakat: a fölös kapacitások csökkennek, növekedni fog a nyomás a banki jövedelmezőségre, növekszik a verseny, fokozódik a nemzetköziesedés és földrajzi diverzifikáció.

A monetáris unió a banki kockázatok jellegét és kiterjedését is befolyásolja. Csökken a hitelezési kockázat az euró-övezeten belül, csakúgy, mint a devizakockázat, viszont az országgkockázat nő, mivel a kiesett devizatevékenységüket a bankok a harmadik országok irányába fogják áthelyezni. A likviditási kockázat is csökken az euró-övezet nagyobb és likvidebb piacának köszönhetően.

A monetáris unió rákényszeríti a bankokat arra, hogy újragondolják vállalati stratégiájukat. Javítani és szélesíteni kell szolgáltatásaikat, együttműködésekre, fúziókra kényszerülnek. A kezdeti, országon belüli fúziókat ma már egyre több határon átnyúló fúziók követi. A világviszonylatban még mindig viszonylag alacsonynak tekinthető piaci koncentráció egyébként lehetővé tesz további összeolvadásokat. Ez persze már nem minden EU-tagállamra érvényes.

A monetáris unió közép- és hosszútávon tehát a már meglévő piaci trendeket fogja továbbberősíteni, csökkentve a fölös kapacitásokat, a jövedelmezőséget, növelve a nemzetköziesedést és a piaci koncentrációt. A verseny erősödése nem lesz egyforma mértékű a nagy- és a kiskereskedelmi banki üzletágban. A monetáris unió által kikényszerített folyamat egy erősebb, versenyképesebb bank- és általában pénzügyi szektort fog eredményezni.

⁶ Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, ECB, Februar 1999, Frankfurt

1. FÖLDRAJZI DIMENZIÓ, a világgazdasági verseny

1. 1. A világ nagy gazdasági pólusainak gazdasági kapcsolatai

A témát természetesen nagyon leszűkítve és az Európai Unió szemszögéből nézve helyes csak érinteni. Az EU szemszögéből pedig az a legfontosabb dolog, hogy a nemzetközi versenytársaival szembeni vélt vagy valós versenyhátrányát hogyan tudná ledolgozni, esetleg előnyre fejleszteni.

Ebben természetesen van egy hatalmas hátráltatója: saját szétaprózottsága. Ha az európai integráció történetét a nemzetközi verseny aspektusából nézzük (és a szerző meggyőződése, hogy ez a legfontosabb aspektusa) akkor világos, hogy annak legfontosabb motivációja a piac méretének és egységességének növelése volt a másik két nagy nemzetközi gazdasági erőközponttal szembeni hátrány ledolgozása érdekében. Ennek egyik legfontosabb mérföldköve az egységes piac 1993-ban történő bevezetése, de egyértelmű, hogy eddigi legnagyobb szabású eseménye a közös európai valuta létrehozása volt.

A nemzetközi vezető pozícióért folytatott küzdelemben mérföldkönek számít az Európai Unió 2002. márciusi, barcelonai csúcsértekezlete. A csúcs legfontosabb üzenete, hogy 2010-re Európa hatékonyságban és innovációban utol kell, hogy érje Amerikát, de közben tartsa meg, sőt korszerűen erősítse szociális rendszerét. Szabályozott, szociális és környezetbarát liberalizálás – nagyjából így lehet összegezni az Európai Unió fejlesztési célját az évtized végéig. A barcelonai csúcstalálkozón minden eddiginél részletesebb tervet fogadtak el, és megegyeztek az áram- és gázpiac részleges felszabadításáról. A csúcstalálkozóról kiadott elnöki zárónyilatkozatot az elnöklő Spanyolország több szempontból is fontos előrelépésnek tartja: egyfelől újraéledt a rugalmasabb, hatékonyabb közös piac terve, másfelől pontosították a munkahelyteremtő és szociális programot. Az úgynevezett európai modell fontos eleme lesz a környezetvédelmi és felzárkóztatási partnerség a világ többi részével közösen. Ezekről külön tervet fogadnak el. A legfontosabb belső, konkrét kompromisszum az áram- és gázpiac uniós megnyitása és összekapcsolása 2004-ben.

A munkaerőpiacot nem liberalizálják, de „rugalmasabbá” tennék. Az egymásnak részben ellentmondó, részben nem kifejtett tervek szerint ezentúl „nagyobb bérkülönbségeket” is elnéznének, ha a kisebb bér esetleg gyorsabban állásba juttatja a segélyezett munkanélkülit. Másutt viszont a „minőségi” munkahelyeket szorgalmazzák, amelyekben a munkavállaló fizikai, jogi védelme mellett továbbképzéséről is gondoskodnak.

A csúcson is felszínre kerültek az EU-tagállamok közötti gazdaság-, és társadalompolitikai ellentétek: folytatódott a csata a liberalizálást kívánó tagországok, illetve a szociális védőhálót erőteljesebben védelmezni próbáló tagállamok között. Ugyanakkor elvi megállapodás jött létre, hogy a különféle liberalizálási témakörökben megpróbálnak konkrét határidőkhöz kötött kompromisszumokra jutni.

Európa kiutat keres a pangásból, és azt reméli, hogy a liberalizálás felgyorsítja ezt a folyamatot. Jelenleg úgy látszik, hogy a piaci hatékonyság hívei enyhe többségben vannak a szociális szempontokat hangsúlyozókkal szemben.

Henry Kissinger gúnya azonban egyelőre indokolt, amikor azt kérdezi, hogy mi is Európa közvetlen telefonszáma. Mindenesetre az európai országok egy hatalmas és eddig példa nélküli lépést tettek piacaik egységesítése felé az euró bevezetésével, és nem kell kiváló jósnak lenni ahhoz, hogy az ember előrelássa ennek valószínű folytatódását az élet más területein, folyamatosan közelítve az egykori szabadkereskedelmi övezetet egy politikai unió felé.

1. 1. Táblázat.

Az euró-övezet, az USA és Japán legfontosabb gazdasági adatai 2000-ben.

	Egység	Euró- övezet	USA	Japán
--	---------------	-------------------------	------------	--------------

Népeség és munkaerő				
1. Össznépesség	millió	304.7	282.5	127.0
2. Munkaerő részvételi arány	%	68.0	77.2	62.4
3. Munkanélküliek aránya	%	8.5	4.0	4.6
GDP				
4. Bruttó hazai termék (GDP) (Vásárló-erő paritáson)	milliárd EUR	6572.0	8704.6	2916.9
5. Bruttó hazai termék, 1 főre eső (Vásárló-erő paritáson)	ezer EUR	21.6	30.8	23.0
Hozzáadott érték szektoronként	az egész %-a	2.4	1.4	1.3
6. Mezőgazdaság, halászat, erdészet	az egész %-a	27.9	21.6	27.9
7. Ipar (beleértve a konstrukciót)	az egész %-a	69.7	77.0	70.8
8. Szolgáltatások				
Háztartások	ezer EUR	13.4	27.3	27.0
9. Elkölthető bevétel (DI) per fő	DI %-a	14.1	12.9	16.3
10. Bruttó megtakarítás	DI %-a	10.3	6.0	7.9
11. Bruttó fix tőkeképzés	DI %-a	12.3	4.7	6.3
12. Befektetés pénzügyi eszközök	DI %-a	329.2	476.9	428.4
13. Tartott pénzügyi eszközök	DI %-a	79.7	99.3	103.9
14. Bruttó adósságállomány				
Nem pénzügyi vállalatok	GDP %-a	9.1	9.2	13.8
15. Bruttó megtakarítás	GDP %-a	12.0	11.6	15.5
16. Bruttó fix tőkeképzés	GDP %-a	6.5	-1.6	2.1
17. Nettó részvénykibocsátás	GDP %-a	141.7	104.4	144.2
18. Tartott pénzügyi eszközök	GDP %-a	70.5	66.5	126.6
19. Bruttó adósságállomány				
Államháztartás	GDP %-a	48.8	30.6	39.0
20. Kiadás	GDP %-a	-0.9	1.4	-7.4
21. Többlet (+) vagy hiány (-)	GDP %-a	70.1	45.2	120.0
22. Bruttó adósságállomány				
External	GDP %-a	19.3	10.8	11.1
23. Áruk, szolgáltatások export	GDP %-a	19.2	14.6	9.7
24. Áruk, szolgáltatások import	GDP %-a	-1.1	-4.2	2.5
25. Folyó fizetési mérleg	GDP %-a	-1.3	4.3	-1.2
26. Nettó közvetlen és portfólió befektetés				
Monetáris és pénzügyi mutatók	éves változás %	5.0	8.7	2.1
27. Monetáris aggregátum	milliárd EUR	8961.9	9049.9	6854.3
28. Hitel	milliárd EUR	7184,8	14090.3	8228.2
29. Hitelviszony értékpapírok állománya				

Forrás: ECB statisztika, Frankfurt, 2002

Az Egyesült Államok és az EU a világkereskedelem két legnagyobb szereplője, együttes súlyuk a nemzetközi kereskedelemben több mint 50 százalék. Ezen belül az EU részesedése mind az export, mind az import tekintetében az USA-énak mintegy háromszorosa, látszik tehát, hogy az EU az Egyesült Államoknál sokkal inkább exportorientált és nyitott gazdasági térség.

Japán egy hagyományosan zárt és az utóbbi években jelentős strukturális problémákkal küszködő gazdaság, amely megpróbál kitörni elszigeteltségéből és saját regionális befolyásának növelését célozta meg.

Ennek egyik fontos fejleménye az 1999-ben megrendezett ASEAN csúcs, amely Japán mellett kínai, és dél-koreai részvétellel zajlott le. A résztvevők egy új közös piaci fejlődés előtt nyitották meg az utat.

A manilai csúcsertekezleten megállapították, hogy az eddig megvalósított gazdasági integráció lehetővé teszi vámunió, közös piac és közös pénz bevezetését. Az illetékes minisztereket megbízták a vonatkozó tervezetek kidolgozásával. Ennek lényege, hogy szorosabb gazdasági, kereskedelmi, pénzpiaci együttműködést helyeztek kilátásba, amely kiterjed majd monetáris kérdésekre is. Így kívánják megerősíteni pénzügyi és bankrendszereiket, elejét venni a két évvel ezelőttihez hasonló válságnak. A kezdeményezés azonban eleddig nem hozott számottevő áttörést.

A japán gazdaság maga is egyelőre súlyos válsággal küszködik. Mivel a japán gazdaság a második legerősebb a világon, ráadásul viszonylag zárt, autonómiája ennek megfelelően számottevő. Vagyis: hiába pozitívak esetenként (újabbán egyre ritkábban) a New York-i jelzések, ha a hazai hatások ennek ellentmondanak.

Általános vélemény szerint a japán bankszektor jelenti a valóban kritikus pontot, a behajthatatlan hitelek – összegük 400 milliárd dollár felett van – meghaladják a tűréshatárt. Ezért határozta el a jegybank azt is, hogy a rossz adósságok terhe alatt roskadozó szektor helyzetét bankrészcvények vásárlásával enyhíti. Az ez miatt kialakult nézeteltérés az amerikai kormány és a japán kabinet között abban foglalható össze, hogy az előbbi ezt helyes irányban tett, ám korántsem elégséges lépésnek minősíti, az utóbbi egyelőre erre korlátozza közbeavatkozását. A japánok szerint ha – akár közpénzekből – nem segítik ki a pénzintézeteket, akkor megbénulhat a hitelnyújtás gépezete, és elsősorban a komolyabb kockázatoknak kitett kis- és középvállalatok maradnak pénzeszközök nélkül. Az ezzel szemben álló argumentum: amikor az egész gazdaságra ránehezedik az adósságok és a defláció terhe, amikor a beruházások radikális csökkentését tervezik, akkor átfogó lépésekre volna szükség, éppen a hazai vásárlási kedv élénkítésére.

A tokiói kormány azonban fél a további lépésektől. Így a vállalkozások, amelyek nem tudják, merre halad a világgazdaság, tartózkodnak új költségek vállalásától,

beruházásoktól, és tovább tart a defláció. Ezzel is összefügghet a japán jegybank negyedéves felmérésének 2002 őszén közölt eredménye: a cégek továbbra sem bíznak a jövőben, a folyó pénzügyi évre most szerényebb profittal számolnak, mint három hónappal ezelőtt. A tokiói tőzsde 2002. októberében 19 (!) éves mélypontra zuhant. A tőzsde csak akkor támadhat fel ismét, ha a kormányzati lépések meggyőzik a piacot hatékonyságukról.

A bevezető részben már szót ejtettünk a világgazdasági kilátások megítéléséről. A borús képet alátámasztja az ENSZ előrejelzésekkel foglalkozó Gazdasági és Szociális Hivatalának jelentése is.⁷ A Hivatal 2002 elején még abból indult ki, hogy a 2000-ben kezdődött gazdasági visszaesést 2002. végén 1,8 százalékos, jövő év végére pedig 3,2 százalékos növekedés váltja föl. Ezt korrigálta lefelé a világszervezet a 2002. októberében kiadott jelentésében, amelyben tájékoztat, hogy a 2001-es év növekedése egy évtizede a legmérsékeltebb volt, alig 1,3 százalékos.

A jelentés a 2002. évi prognózist csak kevéssel módosítja, 1,7 százalékos GDP-emelkedést vár, a jövő esztendőre azonban csupán 2,9 százalékot. Az értékelés szerint egyelőre alacsony a beruházási ráta, továbbá a tőzsdék ingatagsága negatívan ellensúlyozza a kormányzatok növekedés-elősegítésére irányuló törekvéseit. Visszafogja a növekedést, hogy a nemzetközi kereskedelem – ami a kilencvenes években a fejlődés mozdonya volt – visszaesett, idén csak 1,6 százalékkal nő, jövőre emelkedhet 5,7 százalékkal.

Az összeállítás a negatívumok közé sorolja az Egyesült Államok külkereskedelmi hiányának növekedését, noha végkövetkeztetése az, hogy az USA elkerüli az úgynevezett kettős merülést, vagyis a recesszióba való visszaesést, a fellendülés kezdete előtt.

Az EU, illetve az eurózóna országaival kapcsolatban az okmány szerint az eddigi pénzügypolitika következtében aligha van lehetőség az irányadó kamat csökkentésére. A jelentés egyébként is csak korlátozott „gyógyhatást” tulajdonít a kamatcsökkentéseknek, amelyek lehetséges hatása a fogyasztási kedv szinten tartására korlátozódik. Az okmány ezt a következő megállapításban sommázza: az élénkítés hagyományos eszközei a jelek szerint nem működnek. Nem említi azt az ismert tényt, hogy az USA-ban tizenegy lépcsőben hat százalék felettiről 1,75 százalékra vitték le az irányadó kamatot, Japánban

gyakorlatilag nulla százalék a kamat, ez azonban nem vezetett automatikusan fellendüléshez. A gazdaság strukturális problémái súlyosabbak annál, hogy egy gyógyszer önmagában hatásos legyen. Ráadásul 2002. októberére kilenc hónapos mélypontra zuhant a német üzleti bizalom, vagyis nem várható, hogy Európa legnagyobb gazdasága belátható időn belül magára talál. A müncheni Ifo intézet adata arra utal, hogy a hétezer német vállalat, amelynek körében a felmérést végzik, továbbra sem ítéli meg kedvezően a kilátásokat. Az index a szeptemberi 88,2-ről októberben 87,7-re esett vissza.⁸

Az ENSZ-értékelés szerint a fejlődő országok néhány válsággóca különösen erős negatív hatást gyakorolhat a helyzet alakulására. Az várható, hogy Latin-Amerika gazdasága az idén 0,9 százalékkal zsugorodik, ami elsősorban azzal függ össze, hogy Argentína GDP-csökkenése előreláthatóan 12 százalékos lesz az államcsőd, valamint az IMF-fel folytatott tárgyalásokon kialakult patthelyzet következtében. Az irat úgy véli, Afrika növekedése is elmarad attól, ami a fejlődés fenntartásához szükséges, a növekedés csak 2,7 százalék lesz az idén és négy százalék jövőre. A dokumentum végül arra figyelmeztet, hogy ha a közeli feszültség fellángol, és ha az olajárak tovább nőnek, akkor előre nem látható negatív következmények is jelentkezhetnek.

Ha ebben a kimondottan turbulens világgazdasági környezetben megnézzük a szereplőket, azt kell mondanunk, hogy egyelőre a nemzetközi versengés két legfontosabb szereplője az EU és az USA. A közöttük lévő viszony sajátos keveréke az együttműködésnek és a retorziókkal megtűzdelt kemény versenynek.

Az USA-ban az egységes európai piac kiépítése és az egységes európai valuta megjelenése miatt komoly félelmek alakultak ki az európai erődtől. Ezek a félelmek idővel fokozatosan tompultak, s Washington az EU integrációját egyre inkább a lehetőségek Európájaként tekinti és kezeli.

Mindez persze nem jelenti azt, hogy ne lennének komoly nézeteltérések, olykor-olykor kisebb kereskedelmi háborúk a két fél között. Évekig tartott például az USA és az EU banánháborúja. Az európaiak előnyt adnak a volt gyarmataikról behozott banánnak, ami versenyhátrány a Dél-Amerikában, észak-amerikai cégek által termelt banánnak. Ennél

⁷ MTI

komolyabb ügynek tűnik a genetikailag módosított agrártermékek és a hormonkezelt marhák húsának ügye. Ezeket kitiltják az európai piacokról, miközben a WTO szerint az EU képtelen bizonyítani az egészségkárosító hatást. Ezért az USA százszázalékos büntetővámot alkalmaz francia sajtok ellen, amire azok válaszul bojkottálják a McDonald's éttermeket.

Komoly feszültségforrás az agrártámogatások kérdése is mindkét fél részéről. Washington - és a cairnsi csoportként ismert társulás - folyamatosan követeli, hogy az EU számolja fel az export és a termelés támogatását. Az Európai Bizottság viszont azt sérelmezi, hogy kétmillió amerikai agrártermelőre 60 milliárd dolláros mezőgazdasági költségvetés jut, míg az EU-ban hétmillió érintettre mindössze 40 milliárdos.

Az alábbiak azonban kitűnően bizonyítják, hogy a két régió mennyire egymásra van utalva, és milyen csínján kell bánniuk – saját érdekükben – a kereskedelmi „háború” eszközeivel. 2001. második felének egyik legnagyobb hatású kereskedelempolitikai eseménye az EU-USA viszonyban egy hatalmas kereskedelmi háború kilátásba helyezése volt. A felek végül is tartózkodtak ettől, de az Európai Unió diplomáciai aduként használta az Egyesült Államokkal szemben hozott WTO-döntést, amely rekordnagyságú, négy milliárd dollár értékű kereskedelmi szankciók kivetésére jogosítja fel az uniót az amerikai exporttermékekre. Pascal Lamy, az Európai Unió kereskedelmi biztosa vezényletével az Unió "higgadtan és megfontoltan" élt ezzel a komoly diplomáciai előnnyel. Brüsszel nem kívánt élni a szankciók fegyverével, ami a jelenlegi világgazdasági helyzetben mindkét félnek rendkívül káros kereskedelmi háborút indított volna el. Kemény tárgyalások kezdődtek azonban az Egyesült Államokkal, amelynek célja, hogy a lehető leggyorsabban érvénytelenítenie kell az amerikai exportot jelentős adókedvezménnyel támogató törvényeket.

Az Egyesült Államok számos formában nyújt adókedvezményeket az amerikai vállalatok exportból származó bevételeire. Az amerikai érv szerint Washington csak az amerikai cégek "versenyhátrányát" igyekszik ellensúlyozni, mivel a legtöbb országban a cégeknek kizárólag a helyben termelt jövedelmük után kell adózniuk. A WTO döntése elutasította az amerikai érvelést, s az adókedvezményeket illegális exporttámogatásnak minősítette.

⁸ MTI-Eco

Az európai szankciók alkalmazása egyrészt nemcsak az amerikai vállalatokat sújtaná, hanem az európai fogyasztókat és az amerikai exporttól közvetlen függésben működő vállalatokat is. Elemzők szerint már egy kereskedelmi háború pusztító lehetősége is megnehezítheti számos vállalat életét.

A szankciók komoly fejfájást okozhatnak az olyan meghatározó amerikai exportőröknek, mint a Boeing, a General Electric vagy a médiaiparban a Walt Disney, valamint a Microsoft és a legnagyobb szoftvergyártók többsége.

Gondolatkísérlet gyanánt, helyüzt szólnánk egy érdekes, 2002 júniusában közzétett kutatási eredményről.⁹ A mannheimi Európai Gazdaságkutató Központ (ZEW) legújabb felmérése szerint az amerikai konjunktúra hatása a német és az európai gazdasági növekedésre a kilencvenes évek óta csökken. Ennek egyik oka a vállalatok multinacionális összefonódása, a globalizáció térnyerése lehet, mondják a kutatók, akik egészében véve óvatosságra intenek az új összefüggések megítélésében.

A ZEW-kutatócsoport az eddig szokásos elemző módszereket (mindenek- előtt a kamatalakulás, a külkereskedelem hatásait) kiegészítette az egyre inkább impulzushordozó tőkepiacok, a multinacionális vállalatok és a vállalkozói szféra hangulatát jelző mutatók vizsgálatával. A tőkepiacok a kilencvenes évek óta egyre nagyobb szerepet játszanak a növekedési tényezők közvetítésében. Ami a multinacionális vállalatokat illeti, a kutatás megállapítja: a multik inkább képesek olyan hosszú távú stratégiát kidolgozni, amely nem függ rövidebb távú konjunkturális visszaesésektől. Így a németországi vállalatok erősebb nemzetközi elkötelezettsége immunizáló hatású, csökkenti a nemzetgazdaságok konjunktúraérzékenységét.

A kutatók megállapításai a politikai elit számára sem kedvező, hiszen a kormányzat éppen az USA-dekonjunktúrának – a globalizációval erősödő – nemzetközi kihatásaival magyarázza a német gazdaság utóbbi időben tapasztalt gyenge szereplését. A kutatás eredményeit ezért a döntéshozók kételkedéssel fogadják.

⁹ www.zew.de; MTI-Eco, 2002 június 25.

Visszatérve az EU-USA kapcsolatokhoz, emlékszünk még, hogy az ellentétek felszínre törésének a helye volt – az egyébként kudarccal zárult – Seattle-i WTO forduló is. A washingtoni kormány akkor elérkezettnek látta az időt, hogy az USA gazdasági hatalmát éreztetve azokon a területeken érjen el újabb liberalizációs lépéseket, ahol Amerika jóval erősebb vagy versenyképesebb társainál, mint pl. az agrártámogatások vagy a környezetvédelmi és a munkakörülményekkel kapcsolatos kérdéseknek területén, miközben hallani sem akartak arról, hogy kereskedelempolitikájuk leghatásosabb s egyben partnereik által legtöbbet kifogásolt fegyveréről, a dömpingellenes eljárásokról akár csak tárgyalásokba is bocsátkozzanak. Kérlelhetetlen és a saját szempontjaikat előtérbe helyező álláspontjukkal aztán nemcsak az Európai Uniót és Japánt fordították maguk ellen, hanem a fejlődő országok többségét is.

Hangsúlyozni kell azonban, hogy a két régió kapcsolatának nem ezek a dolgok adják meg az alaptónusát, hanem a csendben, de egyre nagyobb intenzitással zajló transzatlanti fúziós és vállalatfelvásárlási folyamatok, amelyekről a következő fejezet hivatott szólni.

A nemzetközi, világméretű együttműködésnek is vannak példái, hiszen egyre érik a felismerés, hogy a globális bizonytalanságot és lassulást csak együttes erővel lehet túlélni. A legfejlettebb ipari államok pénzügyminiszterei és központi bankjaik elnökei új nemzetközi válságkezelő tervben állapodtak meg a G7 2002. április végén rendezett tanácskozásán.

A hetek gazdasági vezetői a elfogadták az Egyesült Államok által szorgalmazott válságkezelő tervet, amelynek értelmében az adós országok csődjének elsősorban rugalmasabb hitelkonstrukciókkal kell elejét venni. Ez a megoldás elmarad a szakértők egy része által kívánatosnak tartott radikális pénzügyi reformoktól, amelyek eleve lehetetlenné tették volna a sok milliárd dolláros nemzetközi mentőakciókat. A G7-féle változat például megállapítja, hogy a csoport kész korlátozni a Nemzetközi Valutaalap (IMF) „tűzoltó” segélyeinek mértékét – eltekintve azoktól az esetektől, amikor a körülmények kivételt indokolnak.

A tanácskozás, amely egybeesik az IMF és a Világbank szokásos tavaszi közgyűlésével, kénytelen volt az argentin válság legújabb fordulatával is foglalkozni. Buenos Airesben ugyanis meghatározatlan időre bezáratták a bankokat, hogy elejét vegyék a lakossági

betétek pánikszerű kivonásának. Az IMF elkötelezte magát a további segélyek mellett – de csakis akkor lép, ha Argentína fenntartható növekedési tervet dolgoz ki.

Vannak persze negatív példák is. A 2002. szeptemberében Johannesburgban rendezett a Föld jövőjével foglalkozó csúcskonferencián partnerségi javaslattal állt elő az Európai Unió. A tizenötök indítványozzák, hogy a fejlődő országokban – az energiakincsek jobb kitermelhetősége érdekében – fogjon össze az állami és magántőke. Az EU szerint így csökkenthető a szegénység, fejlődhetnek az együttműködési technikák, és az energetikai piac feltételei kedvezőbbé válhatnak. Az USA gyakorlatilag szabotálta az eseményt, ami nem tett jót transzatlanti kapcsolatainak.

A közös európai valuta bevezetésének hatását illetően megoszlottak a vélemények. Többen a nemzetközi pénzügyek területén konfliktusok kialakulására számítottak az Egyesült Államok és az Európai Unió között. Egyetértés volt abban, hogy azon túl, hogy megszűnik a már hosszú ideje fennálló aszimmetria az amerikai dollár és az EU-országok valutái között, s ennek révén megszűnik az utóbbiak sebezhetősége a dollár árfolyamának ingadozásai miatt, az EMU megnöveli Európa hatalmát, befolyását, tárgyalási pozícióit a globális pénzügyi kérdésekben.¹⁰

A közös európai valuta csökkenést okoz a dollár tartalékvaluta szerepében, és nemzetközi elszámolásokban is növekszik, illetve még tovább nő a kezdeti 33%-ról az euró szerepe.

Az európai monetáris politika (vagyis az Európai Központi Bank politikája) is folyamatos feszültségforrás az euró-övezet és az Egyesült Államok között. Amerikai részről rendszeresen vádolják az ECB-t azzal, hogy értelmetlenül ragaszkodik az alacsony infláció fenntartásához, és a kamatszint magasan tartásához, ami megakadályozza a világgazdaságnak a jelenlegi pangásból való kilábalását. Sokak szerint az Európai Központi Bank nem a jelen helyzetnek megfelelő politikát alkalmazza [Zsiday].

A kilencvenes évek vége óta egy úgynevezett boom-and-bust ciklust figyelhetünk meg, amikor a nagyon rugalmas kapacitások miatt nem alakul ki túlkereslet, ezért az infláció legfeljebb rövid időre, enyhén jelentkezik, inkább a defláció jellemző. Ehhez

¹⁰ Dezséri Kálmán: Transzatlanti versengés, Közgazdasági Szemle, 1999. május

hozzájárult a leépülő hadiiparból felszabaduló többletkapacitás, amely lehetővé tette, hogy túlkereslet csak igen rövid időre alakulhasson ki. A ciklus így néz ki: növekvő gazdaság; tőkepiaci eufória, ami tovább fokozza a beruházási kedvet; számos gazdasági szegmensben nagy többletkapacitás halmozódik fel; az újabb beruházásokat nem pénzelik; ez komoly leépítésekhez, raktárkészlet-csökkentéshez, elbocsátásokhoz vezet; a gazdaság recesszióba zuhan; a többletkapacitás dezinflációhoz és hosszú ideig tartó lanya növekedéshez vezet; mihelyst leépülnek a többletkapacitások, elindulhat a gazdasági fellendülés. E rendszerben tehát a többletkapacitás jellemző, és az infláció hiánya.

Ebben az új helyzetben a jegybankok feladata sokkal inkább az anticiklikus kamatpolitika megvalósítása, mint az infláció figyelése és annak mindenáron való leszorítása. Kifejezetten magas reálkamatokkal vissza lehet fogni a spekulatív mániát, a túlzott beruházásokat, míg a recessziós időszakban negatív reálkamatokkal csökkenteni lehet a visszaesés mélységét és hosszát.

A kritikák szerint Alan Greenspan, az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed elnöke ezt megértette, de Wim Duisenberg és az ECB vezetősége nem, így feláldozzák a növekedést, hosszabbá teszik és elmélyítik a globális recessziót.

Az Egyesült Államok gazdasága az utóbbi évtizedben uralta, meghatározta a világ többi gazdaságát, s irányt mutatott azoknak. Az adatok a fejlődő országokat is megsegényítő termelékenységnövekedésről és gazdasági bővülésről tudósítottak. Ennek megfelelően az amerikai vállalati szektor (Corporate America) is az első helyen szerepelt a befektetők listáján. A kitűnő gazdasági teljesítmény záloga az erős dollár volt, ez azonban az elmúlt egy hónapban meredek zuhanásba kezdett. Ez pedig azt jelezheti, hogy az amerikai gazdaság nem fogja (tudja) kivezetni a világgazdaságot a mostani válságközeli állapotból. Egyben arra is utalhat, hogy az amerikai vállalatok már nem különböznek sem európai, sem pedig japán társaiktól.

Korábban már sokan jósták, hogy az erős dollár hosszú távon nem tartható fenn. Az Egyesült Államok egyre nagyobb folyó fizetési mérleghiánnyal küszködött, ám ez mostanáig nem jelentett problémát, hiszen azt a külföldiek folyamatosan finanszírozták amerikai eszközök (kötvények, részvények) vételével vagy vállalatfelvásárlással. A folyó fizetési mérleg hiánya azonban a valóságban tovább emelkedik. Az amerikai gazdaságba

naponta kétmilliárd dollárnak kellene befolynia ahhoz, hogy az ne gyengüljön. A jelek szerint azonban - mivel a dollár 2002 nyarán, egy hónap alatt megközelítőleg 10 százalékot esett az euróval szemben - a tőkebeáramlás mértéke már nem olyan nagy. A befektetők minden bizonnyal felismerték, hogy az amerikai gazdaság a recesszióból kilábalva nem lesz képes a korábbi nagyarányú, 4-5 százalékos növekedési ütem elérésére. Az amerikai vállalatok profitkilátásai sem tűnnek már elég jónak ahhoz, hogy érdemes lenne megvásárolni részvényeiket. Nem arról van szó, hogy az amerikai gazdaság romokban hever: csupán az a fölény, amely a 90-es évek második felében és az ezredforduló táján jellemezte azt az európai gazdaságokkal szemben, mára megszűnni látszik, és megindult egy olyan portfólió-átrendeződés, amelyből leginkább az euró és a japán jen profitálhat.

A gyenge dollár komoly kihívást jelent a világ gazdaságnak. A leértékelődés nemcsak az amerikai gazdaság hegemoniájának végét jelezheti, hanem rámutat arra is, hogy az amerikai gazdaság (belföldi kereslete) önmagában nem lesz elég a globális növekedés beindításához. Az euróövezetnek és Japánnak együtt kell élnie egy erősebb hazai devizával, s ez nem fog segíteni a még mindig exportfüggő gazdaságuk talpra állításában. Nem véletlen, hogy az amerikai részvénypiaccaal párhuzamosan az európai és a japán tőzsdék is mélyrepülésbe kezdtek, ugyanis az indexekben komoly súlyt képviselnek az exportáló vállalatok, mint a Philips, a Nokia, a Volkswagen, a Sony (hogy csak néhányat említsünk). A belső kereslet terén viszont sem Európából, sem Japánból nem érkeznek kedvező hírek. Ez ugyanakkor megfordulhat, amennyiben a monetáris politika jól alkalmazkodik a megváltozott körülményekhez - vagyis az erősebb hazai devizákhoz, és nem emelik meg a kamatlábakat sem.

Itt tennék említést röviden Michael Ehrmann és Marcel Fratzscher kiváló tanulmányának megállapításairól. 2002 decemberében publikált dolgozatukban¹¹ azt vizsgálták, hogy a Monetáris Unió bevezetése növelte-e az eurórégió és az Egyesült Államok, illetve elsősorban azok pénzpiacai kölcsönös függésének mértéket. Két időszakot vetettek össze: egyrészt az 1993 és 1998 közötti, másrészt az 1999 és 2002 közötti periódust és megvizsgálták, hogy az USA és Németország, illetőleg 99 után az USA és az eurórégió piaci fejleményei, illetve makrogazdasági hírei mennyiben befolyásolták a másik régió

¹¹ Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher: Interdependence between the euro area and the US: What role for the EMU, ECB Working Paper No. 200, December 2002.

pénzügyi piacait. Megállapítják, hogy az EMU bevezetése jelentősen növelte az eurórégió piaci fejleményeinek az USA-ra való hatását. Igaz azonban, hogy az európai piacok még mindig élénkebben reagálnak az amerikai fejleményekre, mint fordítva. Különösen nagy jelentőségük volt az európai piacok számára az amerikai makrogazdasági bejelentéseknek az EMU bevezetésének idején és a 2001-es válság idején. Ennek az a magyarázata, hogy ezekben az időkben különösen nagy volt a piaci bizonytalanság Európában. Az EMU bevezetése után az európai piacoknak ki kellett tapasztalnia az újonnan felállított Európai Központi Bank monetáris politikájának működését, és amíg ez a tanulási folyamat tartott, érezhetően bizonytalanabbak voltak a piaci szereplők.

Összefoglalva, előretételezve elmondható, hogy az Egyesült Államok és az EU közötti kapcsolatok intenzitása minden bizonnyal erősödni fog, mivel részben az EU relatív súlyának növekedése miatt is egyre kevesebb nemzetközi probléma oldható meg transzatlanti együttműködés és megegyezés nélkül.

Az együttműködés jövőjéről különböző elképzelések léteznek a Transzatlanti Szabadkereskedelmi Megállapodástól (TAFTA) kezdve az "Atlanti Közösség" gondolatáig. Vannak – a szerző számára realistábbnak tűnő - elképzelések (pl. a "fine tuning" stratégia), amelyek a meglévő kapcsolatrendszert módosítanák, fejlesztenék tovább. Más elképzelések szerint az Egyesült Államok és az EU közötti együttműködés alapvető elmélyítése és kibővítése a cél.

1. 2. A nagy pénzügyi rendszerek sajátos jegyei és versenye

Az európai kontinentális pénzügyi rendszerek jellemzően a bankok által közvetített forrásokon alapulnak. Az amerikai (és az angol) pénzügyi rendszerekben az értékpapírosodás sokkal nagyobb mértékű. Az euró-övezetben a vállalati kötvénypiacok és a részvénytőzsi kapitalizáció is sokkal alacsonyabb, mint az Egyesült Államokban.

A fenti elvi piaci-mechanizmusbeli különbség az európai-kontinentális és az amerikai pénzügyi rendszer között, vizsgálat tárgya lehet a gazdasági fejlődés szemszögéből is. A 90-es évek eleje óta meglévő USA gazdasági erőfölényt sokan éppen a pénzügyi rendszerük piaci alapúságával magyarázták, vagyis elterjedt a nézet, hogy ez a rendszer

felsőbbrendű (mint később látjuk, amikor a másik modell országai növekedtek jobban, az ő modelljük lett felsőbbrendűnek kikiáltva). De valójában azok a vizsgálatok, amik az eltérő pénzügyi rendszerek a növekedésre való hatását elemezték, nem bizonyultak egyértelműnek. [Levin, 2000; Demirgüç-Kunt – Maksimovic, 2000]

A mikroökonómia szintjén a pénzügyi struktúrákban lévő különbségek jelentőséggel bírnak a befektetési projektek felmérésében és kiválasztása során, illetve a vállalati kontrol kialakítása szempontjából [Szalai, 1998]. A piaci alapú, vagy a banki alapú pénzügyi rendszer felsőbbrendűsége az adott befektetési projekt sajátosságaitól függ, mint pl., hogy szükséges-e a tulajdonosokra való információ nyilvánosságra hozása, vagy szükség van-e a tőkekölcsönző részéről a hosszú-távú elkötelezettségre.

A piaci alapú rendszer általában hatékonyabb a gazdasági bizonytalanságok kezelésében. Minél nagyobb a jövő eseményeire vonatkozó saját, független véleménnyel rendelkező résztvevők száma, annál valószínűbb, hogy az aggregát nézet a helyes valószínűségi eloszlást fogja tükrözni. Például, egy piaci alapú rendszer jobban képes összesíteni a vélekedéseket az új technológiákra vonatkozóan. Az ebben való bizalom a gyakorlatban azonban az elmúlt években látszott megdőlni, az Internet-buborék kipukkanása során. Ezzel kapcsolatban megjegyezzük, hogy a világgazdaságban elképesztő méretű dezinformációs tevékenység zajlott le az auditorok és elsősorban a befektetési tanácsadók részéről. Ennek a jelenségnek egyes helyeken a piaci modell fejlődésének megtorpanása lett az eredménye (lásd Németország esetét később).

A banki alapú finanszírozás alapvetően a hosszabb-távú projektek esetében hatékonyabb. Egy bank kifejezett elkötelezettsége egy beruházási projekt mellett más, kisebb befektetőket is a projekthez vonzhat, nagymértékben csökkentve a projekt felméréséhez és monitoringjához kapcsolódó költségeiket. Továbbá a cégek gyakorta vonakodnak belső, bizalmas üzleti információkat nyilvánosságra hozni, ezért preferálják ezt a megoldást.

Ahogy a vállalati finanszírozási szükségletek változnak az adott cég életciklusának előrehaladásával, a pénzügyi rendszerek hatékonysága cégek számára egyre inkább olyan tényezőkön múlik, mint a teljeskörűség, és az alkalmazkodóképesség. A vállalatok számára működésük kezdeti szakaszában valószínűleg a banki finanszírozás a kedvezőbb, míg az érettebb és nagyobb cégek számára kedvezőbb megoldás lehet a direkt tőkepiaci

megjelenés, főleg nagyszabású átalakítási, vagy felvásárlási, fúziós akciók végrehajtásához.

A pénzügyi rendszerek különbözősége alapvetően a tradicionális vállalatirányítási, és finanszírozási megoldások különbözőségéből ered. A vállalatirányítás és a piacok likvidálásának problémája az utóbbi évtizedben, de főképp az utóbbi két-három évben sokat kutatott témává váltak, és a legtöbb kutató feltételezi, hogy egy gazdaságban összefüggés van a vállalatirányítás és finanszírozás struktúrája és az értékpapírpiacok mérete és működése között [Szalai, 1998]. A vállalatirányítás értékpapírpiaci aspektusai emellett szorosan összefüggnek a vállalatfinanszírozás számos problémájával, ami önmagában fontos tényezője az értékpapírpiacoknak.

Nincs egyetértés a szakértők között abban, hogy mi a legjobb intézményi megoldás a hatékony vállalatirányítás biztosítására. A fejlett, ezen belül az EU tagállamokban történetileg eltérő megoldások alakultak ki, melyek gyakran mélyen gyökereznek a társadalom sajátosságaiban, ezért nehezen megváltoztathatók. Megváltoztatásuk sok más területen idézhet elő problémákat, alkalmazkodási kényszereket. A kérdés tehát igen bonyolult, és éppen ezért van nehéz helyzetben az Európai Unió is, amikor bármiféle harmonizációt kíván véghezvinni ezen a területen.

Az EU-ban nincs olyan irányelv, amely az irányítás problémáját átfogóan szabályozná. Ám számos a társasági jog területére, illetve a tőkepiacokra vonatkozó EU irányelv alapvetően befolyásolja a vállalatirányítás működését, lehetőségeit.

A vállalatirányítás, illetve annak szabályozásának kérdése, az elmúlt néhány évben lépett elő abszolút prioritássá az EU-ban is. Ennek legfontosabb oka sosem látott mértékű vállalati botrányhullám (lásd később részletesebben), és az ebből következő általános bizalmi válság.

Az Európai Unió jelenleg a vállalatirányítási szabályok reformjának kellős közepén van: a tervek szerint 2003 márciusában rukkol elő egy átfogó Társasági Jogi Akciótervvel.

Mint láttuk az EU-tagállamok sem egységesek a vállalatirányítási típusok tekintetében, jóllehet a reform igénye azokban a tagállamokban jelentkezett először, ahol dominál a

tőkepiaci alapú finanszírozás. Ezen országok legfőbb problémája a befektetői bizalom visszaszerzése, illetve a menedzsment hatékonyságának növelése, míg a még mindig a zárt, inkább banki finanszírozáson alapuló struktúrákkal rendelkező országok fő szempontja a kisebbségi részvényesek védelme.

Az elmúlt évtizedben mintegy negyven vállalatirányítási kódex született a világon, ezek mégsem bizonyultak elegendőnek a fájdalmas kudarcok elkerüléséhez. Ezért az Európai Unió egy vegyes szabályozási rendszer bevezetését irányozza elő: a szabályozás alapvetően nem kötelező iránymutatásokra alapul, de bizonyos elemek kötelező érvényűek lesznek, és fontos szerepe lesz a nyilvánosságnak (alapvetően a vállalati információk nyilvánosságra hozatalának).

A reformokat már a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv megkezdte (lásd később). Az egyik legfontosabb létrehozandó jogszabály a nemzetközi felvásárlásokat szabályozó (ún. Take-over bid directive) irányelv lesz. A társasági jog – az adózás mellett – az egyik legnehézkesebben előrehaladó terület a közösségi jogalkotásban (lásd a 4. 3. fejezetben az Európai Vállalatról szóló bekezdést), így ez az irányelv-tervezet is embert próbáló nehézségeken esett már át. Az egyik fő probléma a speciális szavazási jogot tartalmazó részvények kezelésének kérdése. Sok tagállam lehetővé teszi, hogy egyes részvényekhez kiemelt, vagy sokszoros szavazati jog kapcsolódjon, azért, hogy speciális érdekek védve legyenek. (Ennek legsarkosabb változata az aranyrészvény, amely gyakran vétőjogot biztosít a tulajdonosának¹²). A piaci megközelítésű országok a részvények értékének (vagyis a vállalat teljesítményének) maximalizálását, a kevésbé liberálisak a vállalat, illetve a munkavállalók egyéb érdekeinek a védelmét is fontosnak tartják. Az Európai Parlament 2001 nyarán már elutasította egyszer a bizottsági tervezetet, de az átdolgozott változatot 2003 januárjában már kedvezőbben fogadta. Végül 2003 februárjában megszületni látszott az áttörés: a német és az angol pénzügyminiszter, a napokkal korábban elfogadott tőkejövedelem adó előterjesztés elfogadásának eufóriáját (lásd részletesebben a 4. 1. fejezetben) meglovagolva közös, kompromisszumos állásponttal álltak elő.

A fenti irányelv azonban csak egyik eleme az átfogó reformoknak, amelyek azonban mégsem fognak egy közös európai vállalatirányítási kódexben megtestesülni, hanem

akciók, prioritások, ajánlások, jogszabályok rendszeréből fog állni. Az előírások kiemelten fognak foglalkozni az igazgatótanácsi tagsággal nem rendelkező, illetve a felügyelettel foglalkozó igazgatók szerepével, a felsővezetők díjazásával, illetve a pénzügyi-számviteli jelentésekkel kapcsolatos vezetői felelősség kérdésével.

A reform figyelembe fogja venni a Frits Bolkestein által kinevezett Jaap Winter vezette szakértői csoport (Winter Group) ajánlásait és az Egyesült Államok reformintézkedéseit, elsősorban az Európában sokat tárgyalt és vitatott Sorbanes-Oxley törvény rendelkezéseit.

A vállalatirányítás kérdése – mint láttuk - szorosan kapcsolódik a vállalatfinanszírozás és tőkepiacok problémájához: a neoklasszikus vállalatelmélet a Modigliani és Miller nevével fémjelzett „közömbösségi tétel” egészítette ki annak kimondásával, hogy tökéletes piacok mellett a finanszírozás eszközei (kötvény vagy részvény) közötti választás közömbös. Ez a tétel mára hatalmasra nőtt irodalmat indított el, amely a valóságban tapasztalható eltéréseket a finanszírozási szerkezetekben különböző elméletek és feltételezések segítségével kívánja magyarázni.

Ténykérdés, hogy a finanszírozási döntések nem tisztán a pénzügyi logika vagy a vezetői önérdék alapján születnek. Számos szabályozási, történelmi, kulturális és egyéb tényező befolyásolja azokat. A kutatások során kialakulni látszik egy elfogadott fogalmi keret, amely ma már a gazdaságpolitikusok és a szabályozó hatóságok szótárának is részévé vált. E szerint megkülönböztetnek belső és külső irányítási rendszereket a döntéshozó tulajdonosi és finanszírozási státusz alapján.

A külső rendszerekben rendszerint egyszintű a vezetés, amelyben helyet kapnak a tényleges vezetéssel megbízott menedzsment tagjai és a részvényesek érdekeit képviselő nem menedzsment tagok. Rendszerint szétszórta részvénytulajdonosok sokasága a tulajdonos. E tulajdonosok nem szakmai, hanem tipikus pénzügyi vagy portfólió befektetők, akik nem tudják és nem is akarják gyenge teljesítmény esetén a vállalatot átszervezni. Elégedetlenség esetén inkább eladják a részvényeiket, ami az árfolyam esésében és ellenséges – azaz a menedzsment akaratával ellentétes – vállalatfelvásárláshoz vezethet. Ez a rendszer olyan információs és számviteli megoldásokat feltételez, amely

¹² Az aranyrészvények ellen néhány évvel ezelőtt valóságos hadjáratba kezdett az Európai Bizottság, azon az

lehetővé teszi a külső befektetők számára a teljesítményértékelést. Szigorú szabályokat igényel a papírok kereskedésére, és likvid részvényt piacok mellett működőképes. A tőzsdei értékelés lesz a vezetők javadalmazásának alapja, amivel a részvényesek és a vezetés érdekei közötti konfliktust csökkenthetik. Külső rendszerű országok hagyományosan az USA és az Egyesült Királyság.

A belső rendszerek jellemzők főként az egyéb kontinentális európai és japán vállalatokra. Ebben a vezetés feletti ellenőrzést valamely erős, domináns, belső érdekeltségű partner jelenti, miközben egyéb csoportok is hatást gyakorolnak a vezetésre. Ez utóbbiak a „stakeholder”-ek, akik formálisan nem mindig tulajdonosok, de munkavállalók, a bankok és egyéb pénzügyi befektetők, helyi közösségek, a kormány és az ügyfelek (vevők és eladók). Az értékpapírpiacok gyakran nem játszanak fontos szerepet sem az ellenőrzésben, sem a vállalatfinanszírozásban. A vezetéssel szembeni elvárás nem csak a részvényárfolyam emelése – gyakran nincs megfelelő likviditású piac, nincsenek szigorú kereskedési, vállalatvételi szabályok, az árfolyam átalakulás információtartalma alacsony, vagy az érdekelttek egyszerűen alárendelt kérdésként kezelik -, hanem a különböző érdekek közötti egyensúly, a konszenzus megtalálása. Gyakori a koncentrált részvénytulajdonlás és birtoklás, vagy a koncentrált hitelezés, a vállalatok közötti részvény-keresztulajdonlás. Az ellenséges tőzsdei vállalatfelvásárlások ebben a rendszerben szinte teljesen ismeretlenek.

1. 2. Táblázat.
Tőzsdén jegyzett vállalatok száma

	1998	1999	változás 1998- 1999	2000	változás 1999- 2000

Euró övezet	3.895	4.416	13%	4.914	11%
Egyéb EU	3.182	3.078	-3%	3.785	23%
USA	7.738	7.421	-4%	7.194	-3%
Japán	1.890	1.935	2%	2.096	8%

Forrás: ECB, Frankfurt, 2002.

1. 3. Táblázat. Hazai részvények GDP-arányos kapitalizációja

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Euró- övezet	21%	28%	35%	47%	64%	85%	89%
Egyéb EU	65%	96%	113%	129%	146%	178%	161%
USA	54%	94%	109%	130%	145%	181%	152%
Japán	99%	69%	65%	51%	64%	102%	68%

Forrás: ECB statisztika, Frankfurt, 2002

A vállalatirányítási rendszerek összehasonlító elemzésének egyik ösztönzője a nyolcvanas években a globális verseny során az amerikai és az angol cégek versenyképességének csökkenése, a német és japán cégek gyors növekedése volt. Azt feltételezték, hogy az eltérő eredmények mögött részben a finanszírozás eltérő mintái játszanak szerepet. Ezek pedig az irányítási rendszerek különbözőségén alapulnak. A két rendszer finanszírozási megoldásai is különbözőek.

A belső rendszerekben a hiteleszközök esetében a bankhitel a tipikus forrás. Ez lehetővé teszi a szorosan tartott családi, egyéni tulajdonosoknak, hogy a tulajdonjogukat ne adják fel. Igaz ez a német kisvállalkozásokra is, amelyek nem szívesen mondanak le a kizárólagos beleszólásukról. A német bankok sajátos szerepet játszanak azzal, hogy miközben bankhitellel finanszírozzák a vállalatokat, a hosszú távú forrásokat ehhez saját kötvényeik kibocsátásával szerzik. A hiteleszközök tipikusan koncentrált tulajdonban vannak és piacuk illikvid. Szabályozási és adórendelkezések is gátolhatják a piaci vállalati

hiteleszközök kibocsátását és forgalmát. A rövid és az éven túli vállalati hiteleszközök kibocsátását és forgalmát diszpreferálták Németországban a kibocsátás engedélyezési eljárásai illetve az átruházás adóterhei.

Ez a mentalitás a részvényeket nem finanszírozási eszköznek és nem is pénzügyi befektetésnek tekinti, hanem a tulajdonlás eszközének. Nem a rövidtávú árfolyamnyereségért, hanem a vállalat iránti hosszú távú elkötelezettségért tartják őket. A részvényes maga vagy megbízottja útján rendszerint aktívan él a jogaival. Nincs nagy, likvid másodlagos részvényt piac, nem jelentős finanszírozási forrás az elsődleges kibocsátás, a részvények tulajdonlása koncentrált, a részvények forgatása szintén gyakran diszpreferált adószempontból.

A belső rendszerek finanszírozási szerkezete tehát nem kedvez a likvid értékpiacon kialakulásának. A piacoknak nincs ellenőrző funkciójuk a vezetés vagy tágabban a vállalat teljesítménye felett. A koncentrációval a finanszírozó kockáztatja az elégtelen diverzifikációkból adódó veszélyek bekövetkeztét. A tőkeáramlás intézményeken, nem pedig személytelen piacokon valósul meg. A tőke visszaforgatása mellett erős érdekeltség mutatkozik, még akkor is, ha pusztán pénzügyi szempontból egy más területen hatékonyabb felhasználásra volna lehetőség. A fő cél a vállalat megtartása működő céggként, a külső érdekek közül a bankoké élvez elsőbbséget.

A finanszírozás a külső rendszerekben nagyobb arányban támaszkodik a részvény és a kötvénypiacon a belsőknél. A részvényeknek nagy és aktív másodlagos piacuk van, a részvényesek gyakran csak portfólió-befektetők.

A vállalat feletti hatékony tulajdonosi ellenőrzéshez szükséges befektetési koncentrációt – ami a belső rendszerekben eleve megvan – a külső rendszerekben a piacon kell felhalmozni. Szétszórt tulajdonlás mellett ugyanis sem a képesség, sem az ösztönzés nincs meg az ellenőrző akció végrehajtásához. Ha például a menedzsment akaratával szemben egy alternatív stratégiát kívánna valamely tulajdonos érvényesíteni, akkor költséges folyamat révén vagy elegendő mennyiségű részvényt kellene felhalmoznia vagy a társrészvényesek szavazatát megkapnia.

Az euró-övezeti és az angolszász pénzügyi rendszer közti különbséget jól szemlélteti a következő táblázat, amely a pénzügyi szektor egyes részeinek jelentőségét mutatja.

1. 4. Táblázat.

A pénzügyi rendszer egyes adatai a GDP százalékában mérve az euró-övezetben és az Egyesült Államokban (GDP %), 1999.

	Euró övezet	Francia -ország	Német- ország	Olasz- ország	Spanyol -ország	USA
Bankok mérleg- főösszege ¹³	181	180	195	122	144	99
Banki hitelállomány vállalatoknak ¹⁴	45.2	37.2	39.8	49.8	43.1	12.6
Vállalati kötvénykibocsátás ¹⁵	3.6	7.6	0.7	1.0	4.4	25.7
Tőzsdei kapitalizáció ¹⁶	90	111	72	66	77	193

Megfigyelhető egy jelentős elmozdulás Európában a piaci modell felé. Az euró-zóna részvénytőzsdéjének jelentősége idővel nőtt. Amíg 1990-1995-ig a piac kapitalizációjának és a GDP-nek aránya 25% körül volt, ami így jelentősen Japán és az USA értéke alatt volt, a részvénytőzsde átfogó növekedése az euró zónában odavezetett, hogy az arány 2000 végére több mint 90%-ra nőtt. Tehát az euró-zóna piacának kapitalizáció-GDP aránya most nagyobb, mint Japáné (68%). Ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban láthatóvá válik az USA részvénytőzsdéjének nagyobb mérete. Kissé más a helyzet, ha a fókusz áthelyeződik az abszolút piaci méretre. Az 1990-es évek második felében az euró zóna nemzeti tőzsdéin jegyzett, az euró zónához tartozó vállalatok értéke gyorsabban nőtt (1995-2000: +276%), mint az Egyesült Államokban jegyzett USA vállalatokéi (1995-1999: +206%). Még egy tényező, mely az euró zóna részvénytőzsdéjének dinamizmusát mutatja az új kibocsátás és a piac kapitalizációjának aránya. Átlagban, ez az arány 4% felett volt az euró zónában az elmúlt három évben, míg 2% volt Japánban és az Egyesült Államokban.

1. 5. Táblázat.

Pénzügyi struktúrák az euró-övezetben és az Egyesült Államokban (2001 vége, a GDP %-ban)

Euró-övezet	USA
--------------------	------------

¹³ Eurosystem

¹⁴ Eurosystem

¹⁵ BIS

¹⁶ International Federation of Stock Exchanges

Bankbetétek	64.3	60.6
Bankhitelek	108.2	50.7
– Vállalatoknak	42.7	16.1
– Háztartásoknak	45.7	34.6
– Államháztartásoknak	12.4	0.0
Kibocsátott hitelpapírok	90.6	148.6
Kibocsátó		
– Vállalatok	5.8	24.2
– Pénzügyi intézmények	28.7	43.1
– Közsféra	52.7	84.4
Tőkepiaci kapitalizáció	73,3	138,7

Források: ECB, Federal Reserve, Eurostat, BIS.

Az Európai Központi Bank a kötvénypiacokról szóló 2001-es Éves Jelentése szerint az euróban denominált kötvénypiac 2000 végén 6,623 milliárd euró volt. Ez a kibocsátott kötvények volumenének tekintetében jelentősen kisebb, mint az amerikai dollárban kibocsátott kötvények piaca, de az új kibocsátások tekintetében nincs számottevő különbség.

Vessünk egy rövid pillantást most a japán pénzügyi rendszer helyzetére! A japán pénzügyi rendszer, mint láttuk, a banki finanszírozású kategóriába tartozik, annak is egy speciális, erősen „tervgazdasági” jegyeket mutató változatába. Japán gazdasága, és pénzügyi rendszere jelenleg mély válságba került.

A Fitch Ratings nemzetközi hitelminősítő szerint a japán bankrendszer érdemi szanálása az éves japán hazai össztermék 10 százalékát is felemésztheti. A rossz hitelek problémájának végleges megoldására és a japán bankrendszer visszatőkésítésére 40-50 ezer milliárd jent - 328-410 milliárd dollárt - kellene fordítani. Ez a becslés alapvetően összhangban van a japán pénzügyi felügyelet adatával, amely szerint a japán bankrendszer összesen 52 ezer milliárd jent (426 milliárd dollár) rossz kinnlevőséget görget maga előtt.

A japán beavatkozás első bejelentése a nemzetközi porondon – mint korábban már szóltunk róla - általános megütközést és aggodalmat keltett. A 2002. szeptember végi G7 pénzügyminiszteri és jegybankelnöki találkozón Washingtonban közölte a japán pénzügyminiszter, hogy a japán bankrendszert állami pénzekkel visszatőkésítik. Az ellenvetések hatására ezt az elképzelést visszavonták, és egy átfogó reform kidolgozásába kezdtek egy újonnan kinevezett felügyeleti elnök (Takenaka Heizó) vezetésével. A

nagybankoknál újabb könyvvizsgálatot rendelnek el, hogy az eddig rejtve maradó behajthatatlan követelések is napvilágra kerüljenek. Egy ilyen könyörtelen audit nyilvánvalóan arra kényszerítené a pénzüzeteket, hogy az eddigieknél sokkal nagyobb tartalékokat képezzenek az esetleges későbbi veszteségekkel szemben. Takenaka azt állítja, hogy a behajthatatlan követelések összege sokkal nagyobb, mint a fent jelzett mintegy 430 milliárd dollár, akár az 1100 milliárd dollárt is elérheti!

Az 1990-óta tartó recesszió óta a japán pénzüzetek 672 milliárd dollárnyi rossz követelést írtak le. Mindez azonban nem sokat javított a pénzügyi helyzetükön. A hivatalos adatok szerint a behajthatatlan követelések az összes bankhitel 7-8 százalékát teszik ki, magánelemzők azonban 10-15 százalékra teszik ezt az arányt. Az Egyesült Államokban és Nyugat-Európában ugyanez mindössze 2-3 százalék. A szigetországban eddig leírt kinnlevőségek javát azoknak a vállalatoknak a hitelei adták, amelyek elsőként estek áldozatul a japán buborékgazdaság kipukkanásának: mindenekelőtt az ingatlanügynökségek és a nem banki pénzügyi szolgáltatók. Mára azonban - három évi, szakadatlan defláció után - a rossz hitelek problémája sokkal szélesebb kört érint: immár megfertőzte a jelentősebb kereskedelmi cégeket és építőipari vállalatokat is.

Három forgatókönyv látszik lehetségesnek a japán bankszektor megmentésére.

A reform elmaradása. Ez a legkockázatosabb lehetőség - sem az IMF, sem Washington nem nézné jó szemmel. A reformellenes erők ennek ellenére megpróbálhatnak az állami nyugdíjalapok pénzéből új életet lehelni a részvénypiacba, hogy így enyhítsék a bankokra nehezedő nyomást, anélkül, hogy azoknak vissza kellene szorítaniuk rossz hiteleiket. (A nyugdíjalapok ad-hoc befektetése, pláne adósságrendezési céllal mindig nagyon rossz akusztikájú a pénzüvilágban.)

Tőkeinjekció. Japán 1998-ban és 1999-ben 80 milliárd dollárt áramoltatott a nagybankokba, de ezt a pénzt egy feneketlen zsákba öntötte. Ha most is ezt a megoldást választja, és nem szigorít a feltételeken, csak azt éri el, hogy a bankok az extra tőkét a szakadék szélén táncoló hitelezőik életben tartására költik.

Állami mentőöv. Amerikai mintára a japán kormány úgy is dönthet, hogy közpénzeket pumpál egy állami tulajdonú pénzüzetbe (az R&C-be), amely felvásárolja a kereskedelmi bankok rossz hiteleit, majd átstrukturálja azokat, vagy szükség esetén

bezárhatja az életképtelen vállalatokat. Mindez súlyos érvágás lenne az adófizetőknek, hiszen az R&C hiteleit aztán továbbadnák magánbefektetőknek. Ez a megoldás tovább erősítené az állam szerepét a pénzügyi rendszerben.

A helyzet olyannyira kényes, hogy a reform-tervek 2002. október végére tervezett bejelentését elhalasztották, további bizonytalanságot okozva ezzel a piacon.

Ha most visszakanyarodunk a piaci folyamatoktól a *jogalkotás területére*, akkor kijelenthetjük, hogy a szempontból az elmúlt években a pénzvilág porondján lezajlott egyik legnagyobb eseménynek az amerikai Glass-Steagall törvény hatályon kívül helyezése tekinthető.

A nagy gazdasági világválság óta álló falakat tüntette el az amerikai bankok, brókerházak és biztosítótársaságok között az új törvény, amelyet 1999. végén fogadott el a washingtoni törvényhozás. A törvénymódosítás (formálisan a Gramm-Leach-Bliley-törvény elfogadása) lényegesen megkönnyíti az amerikai pénzügyi szolgáltatók működését, és ami ennél számunkra fontosabb, hogy olyan pénzügyi óriásvállalatok létrejöttét segítheti elő, amelyek messze maguk mögé utasítják a japán és az európai pénzügyi konglomerátumokat.

Az 1933-ban hatályba lépett Glass-Steagall-törvény kettéválasztotta a befektetési és a kereskedelmi banki tevékenységet. Az előbbieket eltiltották a betétgyűjtéstől, az utóbbiaknak elvileg lehetővé tették ugyan, hogy bevételeik 10 százalékának erejéig értékpapír-piaci tevékenységet végezzenek, ám az akkori körülmények között ez egyenlő volt a piaci kitiltásukkal. Végül mindkét banktípust kizárták a biztosítási üzletágból. A szövetségi államokon áthúzódó, tehát az országos lefedettséget lehetővé tevő fiókhálózat kiépítését már az 1927-es McFadden-törvény tilalmi listára helyezte - a határt átlépni csak független leányvállalat révén lehetett -, s ezt a korlátozást hivatalosan csak 1994-ben oldották föl.

A Gramm-Leach-Bliley-törvény elfogadásával alapvetően megszűnt a tilalom, amely a kereskedelmi és beruházási bankári tevékenységet szigorúan elválasztotta. A törvénymódosítás kumuláltan mintegy évi tizenötmilliárd dollár megtakarítást is

eredményezhet majd az amerikai fogyasztóknak, akik évi 350 milliárd dollárt fizetnek a pénzügyi szolgáltatásokért.

Az új törvény lehetőséget teremtett az eddig elkülönülő tevékenységek, úgymint biztosítási, portfóliókezelési tevékenység, jegyzési garancia vállalása és kereskedelmi banki működés egy szervezeten belüli végzésére, de a pénzügyi tevékenységek teljes köre azonban csak egy körülhatárolt, csak a Federal Reserve engedélyével működtethető intézménytípus, az úgynevezett *financial holding company*-k (FHC) privilégiuma. Ezeknek megfelelő tőkeellátottsággal, kockázatkezeléssel és hitelminősítéssel kell rendelkezniük.

A fenti szigorú feltételek azonban nemcsak a holding egészére, hanem az egyes – speciális funkciókat végző – fiókintézményekre is fennállnak. A holding keretében működő bankokra áthárított túlzott kockázatok elkerülése miatt limiteket állítottak fel továbbá a holding bankjai és egyéb fiókintézményei közötti tranzakciókra is. A FHC-k által végezhető, pénzügyi „természetű” tevékenységek körét a Pénzügyminisztérium és a FED előre definiált módon, lista formájában adta közre. A holdingvállalatok ezeket előzetes engedély nélkül, utólagos bejelentési kötelezettség mellett végezhetik. Ezeken felül lehetőségük van a pénzügyi szolgáltatásokat kiegészítő, illetve egyéb tevékenységek végzésre is, amennyiben azokra a FED engedélyt ad, és amelyek nem jelentenek addicionális kockázatot a pénzügyi rendszer számára.

A szektorközi tevékenységek tekintetében korlátozottabb cselekvési tere van a bankok pénzügyi leányvállalatainak. A bankok leányintézményei a biztosítási és a befektetési banki tevékenységeken felül ki vannak zárva a biztosítási portfólióbefektetések, ingatlanbefektetések és az ingatlanfejlesztések területéről. Ezen leányintézmények működését nagyrészt elkülönítették azáltal is, hogy csoporton belüli műveleteiket jelentősen korlátozták, különös tekintettel a bankokhoz átranzferált kockázatokra. Ennek célja a betétbiztosítási alap védelme a máshol felmerült kockázatokkal szemben. A törvény a bankok leányintézményeken keresztül végzett pénzügyi tevékenységének volumenét is limitálta, ezek összesített mérlegfőösszege nem haladhatja meg az anyabank mérlegfőösszegének 45%-át vagy az 50 milliárd dollár közül a kisebbik értéket.

A pénzügyi intézmények felügyeletéről a törvény funkcionális alapon rendelkezik. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy az egyes tevékenységi körök felügyeleti hatóságainál, a

Federal Reserve-nél, a Securities and Exchange Commissionnél (SEC), a Commodity Futures Trading Commissionnél és az állami biztosítás-felügyeletknél maradt a szabályozás joga, de emellett a pénzügyi holdingok átfogó felügyeletét a Federal Reserve látja el. Ennek során maximális mértékben támaszkodik a funkcionális hatóságok információira, kiemelt szerepe főként a holdingokon belül működő bankok védelmében van. A funkcionális szabályozás azonban nemcsak a pénzügyi holdingokra, de a bankok tevékenységére is kiterjed. Ennek értelmében azok értékpapír-kereskedelmét, illetve befektetési szolgáltatási tevékenységét a SEC, biztosítási tevékenységét pedig az állami biztosítási hatóságok felügyelik.

Ezt a nagyhatású törvénymódosítást úgy is felfoghatjuk mint az USA választ a közös európai monetáris övezet és az pénzügyi piac létrehozására. Az új keretfeltételek jelentősen megerősítik az amerikai bankokat, és más pénzügyi szolgáltatókat így jobb esélyekkel indulhatnak a nemzetközi versenyben, ahol jelenleg zajlik a történelem legádázabb felvásárlási hulláma. Erről részletesebben a következő fejezet szól.

Egyesek [Mong, 2002] támadják a Glass-Steagall törvény eltörlését, mondván, hogy katasztrófát okozott az amerikai piacon a kereskedelmi és befektetői banki feladatokat összemosó üzleti modell. Példaként a Citigroup esetét hozzák fel, amely rendkívül nagy értékvesztést szenvedett el, és nem tudta elkerülni az összefonódásos botrányokat. A Citigroupnál - hasonlóképpen egyébként, mint az iparág más nagynevű képviselőinél - azon dolgoznak, hogy átszervezzék az évtizedek óta működő üzleti modelljüket.

A befektetési banki üzletágról teljesen el kívánják különíteni az elemzői-kutatói részleget, hiszen a könyvelési, finanszírozási botrányok egyik legfőbb tanulsága az volt, hogy a közös érdekeltiség kártékony érdekkonfliktusokkal jár. Ha a részvényelemzők egy hajóban eveznek a befektetési bankárokkal, akkor túl nagy a kísértés, hogy - miként az bizonyítottan megesett - a már rég problémás cégeket különösebb szívfájdalom nélkül ajánlják melegen a befektetőknek. A bankárok pedig könnyen cinkosaivá válnak a gondok elől előre menekülő cégvezetőknek.

A Citigroup egyébként nincs egyedül a bajban: elemzői becslések szerint az öt legnagyobb bankcsoport nem csupán hasonló szerkezeti gondokkal, de kísértetiesen hasonló pénzügyi problémákkal is küzd. A tönkremenetel szélén táncoló vagy esetleg már csődbe is ment, a

gondokat könyvelési kozmetikázással vagy egyenesen csalással elfedő cégeknek nyújtott rossz hitelek aránya megugrott, összesen 880 milliárd dollárra rúg, ráadásul a befektetői perek további milliárdokat felemésztő tartalékolásra készítetik a bankokat.

Az események láttán egyre többen gondolkoznak el Amerikában azon, miként is jutott idáig az évekig sziklaszilárdnak tűnő és még az internet-lufi kipukkanását is viszonylag sértetlenül átvészelő pénzügyi rendszer. Az okok között lehet hallani azt, hogy a kilencvenes években talán túlzottan szabadon hagyták működni a piaci mechanizmusokat. Az univerzalitás jegyében felpuhultak, sok esetben meg is változtak azok a nagy gazdasági válság nyomán bevezetett, s évtizedekig fenn is tartott szabályok, amelyek - a Glass-Steagall-törvény keretében - szigorúan elválasztották egymástól a hagyományos kereskedelmi banki és a befektetési tevékenységet. Az egymás területére merészkedő, egységesülő pénzügyi csoportok között ráadásul késhegyre menő verseny alakult ki, ami immár bizonyítottan nem ösztönözte őket óvatosságra és áttekinthető működésre.

A szerző véleménye azonban az, hogy a pénzügyi intézmények bajba kerülése nem a Glass-Steagall törvény eltörlése miatt, sokkal inkább az általános gazdasági válság, a bizalom megrendülése, és fegyelmezetlen, vagy csalárd üzletpolitika miatt következett be. Egyiknek sincsen direkt köze az univerzális modell lehetővé tételéhez.

További adalék, hogy időközben – 2002. október közepén - a Citigroup közzétette eredmény-kimutatását, ami szerint javított harmadik negyedéves eredményén. Az USA legnagyobb pénzügyi szolgáltatója a kedvező számokat sikeres lakossági üzletágának tulajdonítja, amellyel a társaság 3,92 milliárd dolláros forgalmat bonyolított a harmadik negyedben, szemben az egy évvel korábbi 3,18 milliárdos adattal.

Azt azonban, hogy valóban komoly problémák vannak az amerikai pénzügyi rendszer felügyeletével, mutatja a tény, hogy az Amerikai Egyesült Államok kongresszusának egyik bizottsági vizsgálata 2002. október elején súlyos szabálytalanságokat tárt fel az USA tőkepiaci felügyeleténél, a SEC-nél (Securities and Exchange Commission). Mindez igen szerteágazó probléma, mivel a vizsgálatok során fény derült arra is, hogy a SEC részben felelős az Enron energiaipari óriás csődjéért. A 2002-ben közzétett dokumentum egyébként további felelősöket is megnevez - a nyomozás során ugyanis kiderült az is, hogy a cég

összeomlásában komoly szerepet játszottak a hitelminősítők, az elemzők és az auditorok is, akik mind elmulasztották jelenteni a visszasságokat.

A jelentés hatására 2002. november elején lemondott az intézmény vezetője Harvey Pitt (a korábban vállalati ügyekre szakosodott Wall Street-i ügyvéd, akit régóta támadtak, mivel sokak szerint túl szoros kapcsolatban maradt az általa korábban képviselt tőzsdei cégekkel!), és főszámvevője, Robert Herdman is.

Visszatérve most Európához viszont azt látjuk (láttuk), hogy az Európai Unió értékpapírpiaca mindeközben még mindig széttöredezett, ami versenyhátrányba hozza Amerikával szemben, és lassítja a gazdasági növekedését.

Két évtizeddel ezelőtt az európai vállalatok zöme bankhitelekre támaszkodott, s mindössze 20 százaléka finanszírozta növekedését a tőkepiacokról, s bár mára ez az arány már 55 százalékra nőtt, még mindig számottevően elmarad a csaknem 90 százalékos amerikai értéktől. 1999-ben az európai tőzsdéken jegyzett részvények piaci összértéke a tizenötök hazai össztermékének (GDP) 90 százalékára rúgott, míg az amerikai tőzsdék összes kapitalizációja megközelítette az ottani GDP 180 százalékát.

Egy átlagos amerikai befektetési alap hatszor akkora, mint egy európai. A kisvállalkozások számára létfontosságú kockázati tőke-befektetésből egy főre számítva ötször annyi jut az Egyesült Államokban, mint az EU-ban. Az amerikai nyugdíjalapok az utóbbi másfél évtizedben évente átlagosan 10,5 százalékos nyereséget hoztak, míg az európaiak csak 6,3 százalékot, holott EU-ban az utóbbi öt évben 6400-ról 8 ezer fölé nőtt a tőzsdéken jegyzett vállalatok száma.¹⁷

A felzárkózás jelei azonban látszanak, mert jóllehet a részvények itt sohasem számítottak olyan mindennapos "háztartási cikknek", mint az USA-ban, Németországban ma már 6 millióan részvénytulajdonosok, Nagy-Britanniában pedig minden harmadik felnőttnek van részvénye.

¹⁷ The euro and international capital markets, Carsten Detken and Philipp Hartmann, April 2000, (ECB Working Paper No. 19)

Az intézményi befektetőknek azonban az európai piacokon közel sincs olyan meghatározó szerepük, mint Amerikában, ahol például a nyugdíjalapok befektetési szabályai jóval engedékenyebbek. Emiatt az európai nyugdíjalapok eszközeiknek csak átlagosan 40 százalékát fektetik részvényekbe, míg az amerikaiak a 60 százalékát, ami megnöveli jövedelmezőségüket.

Ezek a különbségek különösen az euró két évvel ezelőtti életre hívása óta váltak nyomasztóvá. A közös pénz megjelenése felszínre hozta, hogy az európai tőkepiac igazából korántsem egységes, ezért képtelen olyan széles mozgásteret kínálni a tőkét remélő vállalkozásoknak és a megtérülést kereső befektetőknek, mint az elvileg ugyanakkora, de ténylegesen is egységes amerikai gazdaság.

Az Európai Uniónak az amerikai piaci liberalizációra és a fenti piaci hátrányok megszüntetésére adandó szabályozási ellenválaszáról a negyedik fejezetben esik majd szó.

2. PIACI DIMENZIÓ, a globalizáció

2. 1. A világgazdaság globalizációja

Napjaink közgazdasági irodalmának *a globalizáció* egyik leggyakrabban tárgyalt fogalma. Egyetértünk azonban azokkal [Streissler, 2001], akik azt vallják, hogy a globalizáció jóval régebbi jelenség, mint gondolnánk. I. Ferenc József osztrák császárnak például - mint írja - már a 19. század közepén ugyanúgy el kellett fogadnia a külföldi tőketulajdonosok utasításait, mint napjaink hitelfelvevőinek.

Az angol elméleti merkantilizmus megalapítójának, Thomas Munnak a megdöbbentő végkövetkeztetése már a 17. században az volt, hogy a globalizálódott tőkepiacok nemcsak szükségtelenné teszik az állandó kormányzati beavatkozást, hanem hatástalanná, sőt lehetetlenné is. A kormányok arra irányuló kísérlete, hogy rögzítsék valutájuk árfolyamát, vagy meghatározzák a kamatlábat, „nemcsak eredménytelenek, hanem károsak is” – ismétli meg többször is [Mun (1664) in: Streissler, p.: 2.] Annak, a ma már mindenki által elfogadott igazságnak a kimondása, hogy a globális tőkepiacok aláássák a kormány kényszerítő hatalmát, új felismerés volt Mun idejében. A kényszerítő erő visszaszorulásával párhuzamosan azonban növekszik a kormányok *gazdasági* hatalma. A kényszer helyett a magánjogi szerződések keretében a kormányok eredményesen használhatják ki a globalizálódott tőkepiacokat – ideális esetben - az állampolgáraik hasznára. A kormányok sokféle tevékenységet folytató gazdasági szereplőkként profitálhatnak a globalizációból: hatalmuk elvesztéséért kárpótolhatja őket a pénzpiacok „egyszerű” szereplőiként megszerezhető nyereség.

A 18. században a tőkepiacok globalizációja már meglehetősen magas szintet ért el. Az első jelentős nemzetközi államkötvények, amelyeket külföldi fizetőeszközben bocsátottak ki egy alapvetően békés időszakban, 1735-ben és 1737-ben jelentek meg Londonban. A font sterlingben kibocsátott kötvényekkel sokkal nagyobb összeghez jutott kibocsátójuk, VI. Károly német-római császár, mint amennyit korábbi kibocsátások során nemzeti valutában a hazai tőkepiacon össze tudott gyűjteni.

A másik megjegyzésem az, hogy a globalizáció nem csak, hogy nagyon régen elkezdődött már, de még ma sem igazán világméretű, jelentős mértékben inkább csak szomszédos

országok közötti gazdasági integráció, illetve eleve behatárolt a fejlett világ régióiban. Számos olyan része van a világnak, amelyben a jelenség alig létezik, illetve csak az állítólag ebből eredő problémák megszorodását érzékelik belőle. Egyetértek Kofi Annan nyilatkozatával, amelyben azt állítja, hogy a harmadik világ nem a globalizációtól szenved, hanem attól, hogy egyelőre alig részesül annak pozitív hatásaiból (lásd a bevezető részben).

A globalizáció Európa esetében alapvetően „európaizálódást” jelent, amelynek egyik központja a brüsszeli hatalmi góc, alapvetően az Európai Bizottság, az EU rendhagyó működésű kormánya.

Ami szokatlan Brüsszel esetében, az az, hogy a Bizottság csupán a szerződések, vagyis jogi határozat alapján minősíthető kormánynak, és nem rendelkezik költségvetési hatalommal. A 20. században már mindenki az adószedő államhoz szokott hozzá, a nagyfokú újraelosztást, más szavakkal a transzfereket végrehajtó államhoz. A Bizottság hatalma rendkívül nagy, de alig vannak pénzeszközei. Az Európai Unió közös költségvetése nem több mint a tagállamok GNP-jének egyetlen százaléka. Látható, tehát, hogy az „európai globalizáció” elméleti megközelítésének számos speciális aspektusa van.

Véleményem szerint az Európai Unió, mint egy a „négy szabadságra” épülő libertárius univerzum alaposan kiveszi a részét a gazdasági akadályok lebontásával a globalizáció erősödésében, mind határain belül, mind a nemzetközi porondon. Paradox módon az európai törvénygyár az esetek többségében azért szabályoz, hogy dereguláljon, vagyis lebontassa a tagállamokkal belső piacán meglévő akadályokat. Helytelen az európai uniót redistributív, gondoskodó entitásként kezelni, csak azért mert ún. közös politikái (regionális kiegyenlítés, közös agrárpolitika, kohéziós politika) redistributív jellegűek. Figyelembe kell venni, hogy az ezekre összesen szánt pénzügyi források a közösségi nemzeti jövedelem mindössze egyetlen százalékára rúgnak! Ennyire még az ipari forradalom hiperliberális Angliája is volt redistributív!

Rátérve a globalizáció általános megítélésének kérdésére, kijelenthetjük, hogy az finoman szólva nem egységes, a vélekedést erősen befolyásolja a véleményformáló helyzete.

Szépen példázzák ezt az Európai Unió és Latin-Amerika 2002. májusi, madridi csúcsertekezletén elhangzott minősítések. A csúcsertekezlet tulajdonképpen a globalizáció körüli vitába torkollt.

A pénzügyi rendszerek globalizációja mellett a legnagyobb félelmeket, és politikai hullámokat a média globalizációja váltja ki. A globalizáció hatalmas nemzetek feletti médiavállalatokat teremtett, amelyek uralják a kulturális termelés és forgalmazás piacát. A távközlés és az informatika forradalma hozzásegíti ezeket ahhoz, hogy fokozatosan átalakítsák és ellenőrizzék a kulturális termelés és elosztás egész folyamatát. Ezt szolgálja az informatikai hálózatokkal és óriáscégekkel való fúziójuk is, mint legutóbb a Time Warner és az America Online egyesülése. Vajon létrejön-e ezáltal egy új globális világkultúra? A médiaóriások terjeszkedésének ideológiája a nyitott világ, amelyben az eszmék és kulturális tapasztalatok versenye folyik. Azt mondják, ne bürokratikus kormányok diktálják a médiapolitikát, hanem a fogyasztók ízlése és kívánságai. Ehhez alkalmazkodva teremtik meg a kölcsönös megértés és harmónia szép új világát. A legjobb eszköz erre a nemzeti kulturális rendszerek deregulációja, azaz a kulturális (és főleg: az üzleti) határok lebontása.

Az eredmény gyakran nem igazolja ezeket a fennkölt várakozásokat. A globális média kritikusai szerint a transznacionális médiaóriások nem szélesítik, hanem elszegényítik a kulturális kínálatot, elvonva a forrásokat a helyi média fejlődése elől. A globális kereskedelmi média háttérbe szorítja a közszolgálati programokat. Szűkíti a politikai nyilvánosság terét, rombolja a politikai közösség kohézióját, mert a közönséget nem állampolgárokként, hanem fogyasztókként szólítja meg.

Minderre válaszul az Európai Parlament a médiafúziók szabályozásával foglalkozó Zöld könyv megalkotására szólította fel az Európai Bizottságot 2002 novemberében. Az EP határozatában 2003 végéig adott arra, hogy a Bizottság a média függetlenségéről és pluralizmusáról szóló korábbi, 1994-es dokumentum helyett újat alkosson. A parlament azt is kéri a Bizottságtól, hogy készítsen elemzést a területet szabályozó esetleges európai kerettörvény hatásairól. Az EP-ben ugyanis aggódnak amiatt, hogy a szabályozatlanság a

kereskedelmi médiaszektorban veszélyes újrendeződéshez vezethet, ami kockáztathatja a demokráciát és a kulturális sokszínűséget.¹⁸

Az Európai Parlament számos képviselője egyébként kimondottan globalizáció, és liberalizáció ellenes. A 2003 januárjában, a brazil Porto Alegre-ben lezajlott harmadik Világparlamenti Fórum egyik fontos üzenete a neo-liberális modell elvetése volt. Az eseményem számos EP képviselő felszólalt, egyikük ezzel a mondattal összegezte mondanivalóját: „Európában minden tehén kap két dollárt naponta, kétmilliárd embernek a Földön nem jut ennyi.”¹⁹ Mit is lehetne erre mondani?

A gazdasági globalizációt számtalan módon meglehet közelíteni, és számos jelenség segítségével lehet jellemezni. A szerző néhány ilyen, általa fontosnak ítélt szempontot (transznacionalizálódás, a világkereskedelem és közvetlen tőkebefektetések bővülése, piaci koncentráció, fúziók és felvásárlások) választott ki és ezeken keresztül kívánja érzékeltetni a világban lejátszódó globalizációs folyamatokat.

A világgazdaság *transznacionalizálódási* szintjének méréséhez adekvát módszernek tűnik annak megvizsgálása, hogy mekkora a külkereskedelem részesedése a különböző országok GDP-jében. Ennek alapján megállapítható, hogy a transznacionalizálódás a második világháború végét követő hosszú ciklus alatt gyorsult fel. Az export részesedése a fejlett országok GDP-jében az 1965-ös 12 %-ról 1988-ra 20%-ra emelkedett és azóta is folyamatosan gyorsulva növekszik.

Észre kell azonban vennünk, hogy a transznacionalizálódás elsődlegesen a fejlett gazdaságok egymásba olvadásának a jele. Különös súlya volt ebben a folyamatban az európai gazdasági integráció kialakulásának, valamint a három nagy pólus: Nyugat-Európa, USA, Japán közötti transzferek megélénkülésének. A transznacionalizációs folyamat a 80-as évektől gyorsult fel a multinacionális óriásvállalatok főszereplésével.

A világkereskedelem volumene is erőteljes ütemben növekszik.

¹⁸ Bruxinfo. 2002. 11. 25.

¹⁹ Agence Europe. 28/01/2003.

1999-ben a világkereskedelem mintegy 4,5 %-kal nőtt. Az import terén változatos képet mutattak a világ különböző régiói: míg Észak-Amerikában és Ázsiában a két számjegyű növekedés volt jellemző, addig Nyugat-Európában és Afrikában stagnált a behozatal, Latin-Amerikában (Mexikó kivételével) és az átalakuló gazdaságokban pedig visszaesés volt tapasztalható.

A világ legnagyobb exportőre és importőre az Egyesült Államok volt, részesedése 12,4, illetve 18 százalékot tett ki. Mindkét rangsorban Németország követi 9,6 és 8 százalékos részaránnyal. Ha azonban az Európai Unión belüli kereskedelmet nem tekintjük külkereskedelemnek, és az uniót egyetlen szereplőként vesszük számításba, a tizenötök csoportja az exportrangsorban természetesen megelőzi az Egyesült Államokat. A WTO értékelése szerint 2000-ben, az erősebb világgazdasági növekedésnek hála, az export szintje 6,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

A világgazdaság motorjává a nyolcvanas évek közepétől a működőtőke-befektetések váltak. Az éves nagyságrendek érzékeltetésére: 1970-ben a világgazdaságban áramló működőtőke nagysága 12 milliárd dollárt tett ki, 1990-ben pedig ennek majdnem 18-szorosára, 211 milliárd dollárra rúgott! A kilencvenes évek elején a világgazdasági recesszió hatására a tőkebefektetések értéke kissé visszaesett, 1993-ban azonban elérte az 1990-es szintet, 1996-ban pedig már 75 százalékkal meg is haladta azt, elérve a 359 milliárd dolláros értéket. 1997-ben és 1998-ban a működőtőke-áramlások növekedése annak ellenére folytatódott tovább, hogy a világgazdasági folyamatok jelentős része (ázsiai, orosz, majd latin-amerikai válság) kifejezetten gátolta a befektetéseket, ezen belül a működőtőke-beruházásokat. Kiemelkedően gyorsan nőtt 1997-ben és 1998-ban mind a be-, mind a kiáramlás. 1998-ban mindkét esetben az emelkedés megközelítette a 40 százalékot. 1998-ban a rekordérték már 54-szerese volt az 1970-esnek, 14-szerese az 1980-asnak és háromszorosa az 1990-esnek. 1998-ban a működőtőke-áramlást az egyesülések és felvásárlások dinamizálták. Ez a tétel 1997-hez viszonyítva 175 milliárd dollárral, 73,9 százalékkal nőtt. A transznacionális vállalatok outputja a globális kibocsátás 25 százalékát tette ki már 1998-ban.

Ha az elmélet oldaláról közelítjük meg az FDI-döntések motivációit, figyelembe kell vennünk, hogy a külföldi működőtőke-beruházásokról szóló döntések mindig egy adott vállalatnál születnek meg. A vállalat számára a környezet csak egy a külső adottságok

közül, s még az egyéb külső tényezők mellett is számos egyéb belső tényező létezik, amelyet figyelembe kell vennie, amikor dönt. Az ezeket feltáró elméleteket összefoglalóan fázis modelleknek (*stage model*) nevezhetjük, mert bennük az érintett országok és vállalatok eltérő fejlettségi szintjének következtében a tőkeáramlások különböző fázisai figyelhetők meg. [Oszlay, 1999. p. 10.]

Ilyen Vernon termékciklus-hipotézise is. Eszerint a versenyhelyzet folyamatos innovációra készíti a vállalatokat. Az innováció azonban meghatározott piaci körülményeket: képzett munkaerőt, igényes termékek iránti erős keresletet, a legújabb technológiákhoz való hozzáférést követel meg. Ezek együttesen a fejlett országokban állnak rendelkezésre. Az innovációt végrehajtó cég egy darabig monopolelőnyöket birtokol az új termékkel, így a kizárólag a hazai piacra való termelése is gazdaságos, mert monopolhelyzetéből fakadóan a határkötségeit is meghaladó árat érvényesíthet. Később a konkurensok felzárkóznak, és hasonló termékeikkel jelentkeznek. Az innovációt először végrehajtó cégnek előnye megtartásához csökkentenie kell költségeit. Mivel a termék termelése sokkal inkább standardizált jelleget ölt, már nem szükséges a legképzettebb munkaerő alkalmazása. Mivel a képzetlenebb munkaerő a fejlett országokban szűkösen és ennél fogva relatíve drágán áll rendelkezésre, a termelést a fejlődő országokba lehet és érdemes telepíteni, ahol a képzetlen munkaerő rendelkezésre áll. Ez az a fázis, amikor a külföldi működőtőke-befektetésről dönt a cég.

Tekintve azonban, hogy a külföldi működőtőkebefektetések zömét napjainkban a fejlett országok egymás közötti befektetései teszik ki, a termékciklus-hipotézis csak egy csekélyebb részét tárja fel a lehetséges működőtőke-áramlásoknak. Ozawa fázis-modellje²⁰, amelyet különben Dunning elgondolásai ihlettek (lásd később), igyekszik ezt a hiányosságot megszüntetni. A külföldi működőtőke-befektetést végrehajtó cégek motivációi szerinte alapvetően kétfélek: az olcsó termelési tényezők illetve a kompetitív piacok keresésére irányulók. Az első motiváció eleinte a nyersanyagokhoz való hozzáférés, később az olcsó munkaerőhöz való hozzáférés lehetőségét hordozta. A piac-keresési motiváció viszont a vonzó keresleti jellemzőkkel bíró helyeken való megtelepedés ígérétét rejti.

²⁰ In: Oszlay András: Elméletek és tények a külföldi működőtőke-befektetésekről. MNB Füzetek. 1999. szeptember

A fázis-modellek a végső konklúziójukat alighanem Narula valamint Dunning²¹ interpretációjában érik el. Eszerint a működőtőkét az első fázisban az országok eltérő tényezőadottságai, vagyis az elhelyezkedési előnyök (L-előnyök, Location) mozgatják. A későbbi szakaszban elsősorban a fejlettebb országokban a cégek egyre nagyobb mennyiségű teremtettséget, mint humántőke, termelő infrastruktúra, vezetési-szervezési ismeretek, halmoznak fel, ezáltal jelentős tulajdonosi előnyökhöz (O-előnyök, Ownership) jutnak. Az O-előnyök meglehetősen gyorsasággal fontosabbá válnak az L-előnyöknél a világ szinte minden helyszínén, hiszen a teremtettségek mennyisége a világ minden részén gyorsan gyarapszik, míg az L-előnyök a fejlődés folyamán zsugorodóban vannak. Ezáltal a vállalatok mind függetlenebbé válnak saját anyaországaiktól, az O-előnyök már nem csak a saját anyaországaikon belül, hanem bármely más országban generálódhatnak számukra. Ez a végső szakasz a korábban a vegyesen O- és L-előnyökre alapozottnál sokkal intenzívebb működőtőkeáramlásokkal fog járni.

Az oligopolisztikus versenyhelyzetekkel foglalkozó iparági szervezetek elmélete (*theory of industrial organization*) abból indul ki, hogy a vállalati befektetési döntéseket stratégiai megfontolások mozgatják, azaz a döntések a vállalat legfőbb versenytársaival szembeni pozíciója folyamatos értékelésének eredményeként születnek. Az oligopolisztikus verseny résztvevői fontosabb piaconként összevetik helyzetüket a versenytársakéval, és ennek alapján döntenek projektek beindításáról vagy elhalasztásáról. Mivel az oligopolisztikus verseny a fejlett piacok jellemzője, ez az elmélet már magyarázatot nyújt arra, hogy miért a fejlett országok között a legmagasabb a működőtőke-áramlások volumene. [Oszlay, 1999. p. 11.]

Dunning a külföldi működőtőke-befektetéseket négy csoportba sorolta és valamennyinél megkülönböztette a befektetők céljait. [Dunning, 1994, in: Antalóczy – Sass, 2000].

1. *Helyi erőforrásokra építő külföldi befektetések.* A beruházó a termelési tényezők (nyersanyag, munkaerő, speciális ismeret, technológia) költségeiben nemzetközileg

²¹ In: Oszlay András: Elméletek és tények a külföldi működőtőke-befektetésekről. MNB Füzetek. 1999. szeptember

meglévő különbségeket kihasználva kívánja versenyképességét növelni. Az ilyen befektetések által előállított termék általában exportra kerül.

2. *Piacorientált befektetések.* A piacorientált beruházó célja a fogadó ország és közvetlen környezetének ellátása termékeivel. A külföldi beruházó célja piacorientált befektetés esetén jellemzően a befogadó ország, illetve közvetlen környezetének ellátása.

3. *Hatékonyságnövelő befektetések.* Már létező piacorientált, illetve helyi erőforrásokra építő beruházások racionalizálása, versenyképességének növelése, pótlólagos befektetések (például a profit visszaforgatása) révén.

4. *Stratégiai előnyöket érvényesítő befektetések.* Ennek során a befektetők külföldi vállalatokat vásárolnak fel versenyképességük javítása, stratégiai céljaik elérése érdekében. A felvásárlási hullám az elmúlt évtizedben vált jellemzővé, elsősorban a multinacionálisvállalatok gyakorlatában. A kisebb cégek akkor folyamodnak ehhez a módszerhez, ha nemzetközi porondra lépésükkor az ismeretlen piac kockázatait akarják csökkenteni, tehát a felvásárolt helyi céggel együtt piacismeretet is vesznek.

Összességében elmondhatjuk, hogy a nyolcvanas évek közepétől a nemzetközi működőtőke-áramlás új szakaszba jutott. Az új periódus legfontosabb jellemzői a következők [Antalóczy – Sass, 2000].

- A működőtőke-áramlás növekedési ütemének gyorsulása, a világtermelés és a világkereskedelem növekedését tartósan meghaladó dinamikája.
- A termelés méreteinek növekedése és a piaci koncentráció. A vállalati működés legfontosabb mércéjévé – a profit, az árbevétel alakulása mellett – a piaci részesedés változása vált. A versenyképesség egyik fontos tényezője pedig a piacvezető szerep.
- A transznacionális vállalatok főszereplővé válása s egyúttal üzleti stratégiájuk gyökeres megváltozása: a fúziók, felvásárlások tömegessé válása, stratégiai szövetségek kötése, szövetségi rendszerek kialakulása.
- A közép- és nagyvállalatok megindulása a nemzetközi terjeszkedés útján, néhány kisvállalat regionális befektetései.
- A tőkeimportőr országok külföldi befektetésekhez való hozzáállásának megváltozása: a tőke korlátozása helyett a beruházások ösztönzése, a forrásokért való harc felerősödése.
- Az összes működőtőke-befektetésen belül a pótlólagos befektetések és a fúziók - felvásárlások arányának gyors növekedése a zöldmezős beruházások rovására.
- A korábban jelentős tőkeimportőr újonnan iparosodott országok tőkeexportőrként való megjelenése a világpiacon.

A közvetlen külföldi befektetések összege 2000-ben jóval meghaladhatja az egybillió dolláros határt. A határokon átlámló működőtőke több mint háromnegyed része a fejlett országokba érkezik. A tőkemozgás alapvető csatornáját a fúziók és felvásárlások jelentik, a zöldmezős beruházások súlya egyre csekélyebb, a tavalyi évben szinte elenyésző volt.

Persze a – véleményem szerint átmeneti - visszaesés ezen a téren is megfigyelhető. Az UNCTAD 2003 januárjában nyilvánosságra hozta jelentését²² a 2002-es év FDI adatairól, és megállapította, hogy a tőkebefektetések 27%-kal estek az előző évhez képest. De ennél fontosabbnak ítélem azt a tényt, hogy a történelem során először Kína volt a legnagyobb tőkefelvevő ország megelőzve az Egyesült Államokat!

Ennek ellenére elmondható, hogy a trend az, hogy az új piacok keresése, a piaci pozíció megerősítése, vagy megőrzése, a kockázatok diverzifikálásának igénye mind a határokon túlnyúló felvásárlási és fúziós aktivitás irányába nyomta/nyomja a világ vállalatait. A gazdálkodási környezet ugyanis a technológiai változások, a hosszú évek óta tartó liberalizációs trend és a tőkepiacok fejlődése következtében jelentősen átalakult.

A vállalategyesülések²³ folytatva a megelőző évek trendjét 2000-ben is rekordot döntöttek Európában és a tengerentúlon egyaránt. A világ egészét tekintve a vállalatfelvásárlások volumene 1999-ben 3,35 billió dollárt tett ki.

²² Agence Europe. 21/01/2003

²³ A fúzió vagy egyesülés a vállalatok számának csökkenését eredményező beolvadást vagy összeolvadást jelent. Az akvizíció vagy felvásárlás a részesedésszerzés egyik minősített esete, általában egy vállalat többségi, illetve meghatározott százalékos részesedésének megszerzését takarja.

A részesedésszerzésekkel kapcsolatban ki kell térni a konszern fogalmára is. A konszern az irányítási kapcsolatban – alá- és fölérendeltségi viszonyban – álló, azaz más vállalat által ellenőrzött vállalatok csoportját jelenti. A konszern tágabb értelemben minden irányítási kapcsolatot jelentő és a jogi szabályozás tárgyát képező, szűkebb értelemben pedig csak a társasági jog által kontrollált részesedésszerzést takarja. Rendszerezve az eddig elmondottakat, a vállalati koncentráció alatt a következőket értjük.

Fúzió, egyesülés: a vállalati koncentráció legnagyobb jelentőséggel bíró formája, amikor is a társaságok közül legalább egy megszűnik, és más vállalattal szervezetenként egyesül. A társasági jog szerint az egyesülés végbemehet beolvadással és összeolvadással. **Beolvadás** esetén a beolvadó vállalat megszűnik, általános jogutódja a beolvasztó társaság, amelynek jogalanyiségében nem következik be változás; az **összeolvadás** mindkét társaságot megszünteti, vagyonuk pedig mint egész, a jogutód új társaságra száll át.

Felvásárlás (akvizíció), részesedés- és befolyásszerzés: a vállalat feletti uralom vagy rendelkezési jog bizonyos mértékű megszerzése. A **felvásárlás** a vállalat vagyoni, illetve szavazati jogainak általában legalább többségi mértékű megszerzése; a részesedésszerzés az egyes jogterületek által előírt jogkövetkezmények alkalmazásához szükséges mértékű részesedés megszerzése; befolyásszerzés a vállalat döntéseire vagy ügyeinek vitelére történő befolyás megszerzése, szavazati joggal, szerződéssel, illetőleg tényleges magatartással.

2000 második felétől a megfordult tendencia nyomán az európai cégek amerikai felvásárlásai nagyobb ütemben nőnek, mint a tengerentúliak Európában eszközölt felvásárlásai.

Az USA-ban például már 2000 első felében többet tett ki a vállalati egyesülések és felvásárlások értéke mint az előző szintén rekordnak számító években (1998. 1,63 billió dollár 1999. 1,57 billió dollár).

Mint említettük Európa is fúziós lázban égett – noha a lendület a recesszió folytán alábbhagyott - hiszen az óvilági vállalatoknak is egyre inkább globális méretekben kell gondolkodniuk. Egyre nagyobbakká, egyre tőkeerősebbé kell válniuk, hogy felvehessék a versenyt tengerentúli társaikkal. Ráadásul az ezredforduló környékén létező erős a dollár s gyenge az euró, szintén az uniós keretből való kilépésre ösztökéli az európai vállalatokat.

A fúziók élénkülésében azonban olyan külső tényezők is szerepet játszanak, mint az európai gazdaság megerősödése, az átmenetileg gyengélkedő, de idővel megerősödő egységes európai pénz bevezetése, vagy a befektetők növekvő érdeklődése a részvények iránt. Ehhez járul még az alacsony kamatszint, a vállalatok tőkeerejének növekedése, illetve az európai részvénypiac egységesülése. Mindezeket figyelembe véve nem csoda, hogy 1999-ben az előző évi több mint kétszeresére, 1,65 milliárd dollárra nőttek egyesülési és felvásárlási ügyletek Európában, miközben már 1998-ban is 40 százalékos volt a bővülés.

Ez komoly változás ahhoz képest, hogy 1994-ben még csak 5,7 százalékkal, 163 millió dollárra növekedtek az ilyen tranzakciók. 2000-ben a tendenciát, mint már szóltunk róla, a gazdasági növekedés lassulása, illetve egy-egy tranzakció megghiúsulása lefékezte.²⁴

Új jelenség tehát, hogy mindezek ellenére, - a nemzetközi felvásárlások legaktívabb szereplője Európa lett, mind az Egyesült Államok, mind Japán irányában.

²⁴ Eurostat Yearbook 2000. European Commission, EUROSTAT. Luxemburg, 2000.

Az elmúlt években *Japánban* is rekordot döntöttek a közvetlen külföldi tőkebefektetések. A fellendülést a szigetország korábbi szigorú szabályainak enyhülése és a japán vállalati szektor gyorsuló átalakulása magyarázza. A Japánba áramlott külföldi tőkebefektetések 1999-ben meghaladták a 20 milliárd dollárt. Ez csaknem a kétszerese az előző év befektetéseinek. A szigetországbeli külföldi befektetések aránya hagyományosan csak az egy tizedét teszi ki a Japánból külföldre irányuló tőkeexportnak. Ez az arány azonban 25 százalékra ugrott.

Ugyancsak szakítást jelent a tradíciókkal, hogy a korábban a szigetországi beruházásokban élenjáró amerikaiakat megelőzték a franciák: a Renault 643 milliárd jenes befektetését a Nissan autógyárba nem sokkal követte a Valeo gépjármű-alkatrészgyártó megjelenése Japánban. A legnagyobb francia biztosítási csoport, az AXA a Nippon Dantai életbiztosítóban 200 milliárd jenért vásárolt tulajdont, az Artemis SA pedig 25 milliárdért fektetett be az Aoba életbiztosítóba.

A Renault után a második legnagyobb külföldi befektetés az amerikai AT&T és a British Telecom 15-15 százalékos részesedésvásárlása volt a Japan Telecomban, együttesen 220 milliárd jenért. A távközlési deregulációval függ össze a brit Cable & Wireless 55 milliárd jenes befektetése is a japán IDC telekommunikációs társaságba.

Az európai piacokon a legszembetűnőbb változás, hogy egyre több - az amerikai piacon már korábban is gyakran alkalmazott - ellenséges felvásárlási akcióra került sor, pedig erre korábban szinte alig volt példa.²⁵ Az 1999. év öt legnagyobb európai ellenséges vállalatfelvásárlási akciója jóval nagyobb értékű volt, mint az utóbbi évtizedben az összes

²⁵ Az Amerikában kialakult legfontosabb felvásárlás elleni védekezési módszerek a következők. **„Pacman-stratégia”**: a felvásárlás célpontját jelentő vállalat ellenajánlatot tesz a felvásárló vállalat részvényeire; **jogi eljárások indítása**: hatásos elterelő technika, ha a felvásárló vállalat ellen értékpapír- vagy monopóliumellenes törvények megsértésére hivatkozással eljárást indítanak; **eszközök átszervezése**: a felvásárló vállalat szempontjából értékes eszközök elidegenítése, illetőleg olyan eszközök beszerzése, amelyek a felvásárlás megtörténte esetére monopóliumproblémákat okozhatnak; **források átszervezése**: a részvénytársaság felhígítása, új részvények kibocsátása beavatott harmadik felek részére, a részvények visszavásárlása a piaci árnál magasabb árfolyamon vagy nagy hitelek felvétele; **„méregpirulák”**: elővásárlási jog a vállalat részvényeseinek, amely felvásárlási ajánlat-tételkor a piaci ár felén gyakorolható (fúzió esetén a felvásárló cég részvényeire), illetőleg olyan átváltoztatható kötvények kibocsátása, amelyek révén felvásárlási ajánlat tételkor a kötvénytulajdonosok áron alul juthatnak részvényekhez; **alapszabályi rendelkezések**: az alapszabályban rögzítik, hogy az igazgatósági tagokat csak fokozatosan lehet lecserélni, illetve felvásárlási kísérletnél a vállalatot olyan államban jegyeztetik be, amely szigorúbb felvásárlásellenes törvényekkel rendelkezik, továbbá fúziós ajánlat elfogadásához szupertöbbséget vagy úgynevezett méltányos árat írnak elő; **„kettős újratőkésítés”**: különleges szavazatelsőbbiségi részvények kibocsátása az igazgatóság tagjainak; **„arany ejtőernyő”**: az igazgatóság tagjai csak bőséges végkielégítés mellett bocsáthatók el (veszélyes eszköz, ha nyilvánosságra jut, negatív hatást válthat ki a közvéleményben).

ilyen ügylet. Ilyen volt az olasz Olivetti kontra Telecom Italia, a francia Totalfina kontra Elf Aquitaine, a Banque National de Paris (BNP) kontra Paribas-Société Générale, illetve a szintén francia LVMH kontra olasz Gucci és a brit VodafoneAirtouch kontra német Mannesmann.

2000-ben a *transzatlanti M&A* ügyletek értéke 320 milliárd dollárra rúgott, ebből 224 milliárd dollárt tettek ki az európai cégek észak-amerikai vásárlásai, míg az ellenkező irányba 88 milliárdnyi tőke áramlott. Az európai vállalatok közül a britek és a franciák jártak az élen, 96, illetve 43 milliárd dolláros részesedéssel. Összességében az európai vállalatok 453 ügyletet hoztak tető alá a tengerentúlon, 20 százalékkal többet, mint egy évvel korábban.

A világ 30 legnagyobb fúziója közül tíznél európai cég vásárolt meg amerikai: a BP Amoco 25 milliárd dollárért az Atlantic Richfieldet, az Unilever 20 milliárdért a Bestfoodot, a Credit Suisse 12,4 milliárd dollárért a Donaldson, Lufkin & Jenrette-et, a Vivendi 24 milliárdért a Seagramet. Ugyanakkor az USA-ból mindössze két társaság, az NTL és a Chase Manhattan volt részese a legnagyobb ügyleteknek, összesen 20 milliárd dollárral. A transzatlanti ügyletek egyébként is egyre nagyobb részét teszik ki az M&A tevékenységének, túlszárnyalva a belföldi fúziókat mennyiségben és értékben egyaránt. Az átlagos érték 320 millió a transzatlanti és 208 millió a belföldi fúzióknál; az összes M&A 41 százaléka (7335 ügylet) volt transzatlanti 2000-ben az 1996. évi 24 (2901 ügylet) százalékot követően.

Az M&A által leginkább érintett terület a távközlés és a média volt, itt valósult meg az üzletek egyharmada. A második helyen a pénzügyi szektor állt, itt összesen 158 milliárd dollárnyi fúziós ügyletet hoztak tető alá.

Voltak sikertelen felvásárlási kísérletek is, némelyik a felek miatt, némelyik hatósági okokból hiúsult meg. Egy-egy számottevő példaeset a kudarcokra az Alcatel – Lucent, illetve a General Electric – Honeywell ügy volt.

2001. májusában megghiúsultak az Alcatel transzatlanti tervei: a távközlési berendezéseket gyártó francia óriásnak nem sikerült megszereznie az amerikai Lucentet. A két vállalat között elég hosszú ideig folyó és Titán-projektre keresztelt egyesülési tárgyalások végül is,

a megegyezés előtti utolsó pillanatban szakadtak meg véglegesen, miután a Lucent vezetőinek többsége – tartva attól, hogy a fúzió valójában a függetlenség elvesztését jelenti majd – az ügylet ellen foglalt állást. A hírek szerint a fúziót kezdeményező amerikaiak nem akarták elfogadni azt, hogy az új közös vállalatban a franciák 58 százalékos tulajdonrészesedéshez jussanak.

A General Electric (GE), szintén az elmúlt évben, nem kapta meg Mario Monti Verseny Főbiztostól az Európai Unió jóváhagyását a Honeywell megvásárlására. Az amerikai pénzügyminiszter rögtön megjegyezte, hogy szerinte az európai döntés irritáló, s el kellene érni, hogy ilyesmi többet ne fordulhasson elő.

Mindazonáltal az IT-szektorban volt a legnagyobb a növekedés: az 1999. évi 44 milliárdról 116 milliárdra 2000-ben, miközben a régi gazdaság feldolgozóipari vállalatainak körében 22 százalékkal 102 milliárdra nőtt az M&A.

Számos fúziót a válság váltott ki és legfőbb célja a költségcsökkentés volt. Az Egyesült Államokban szélessávú internet-hozzáférést kínáló AT&T Broadband 1700 alkalmazottját bocsátotta el 2002 októberében el, miután befejeződött a vállalat egyesülése az egyik legnagyobb nemzeti szolgáltatóval, a Comcasttal. Az AT&T közleménye szerint a leépítések elsősorban a cég központjában dolgozó vezetőket és adminisztratív munkatársakat érintik.²⁶

2002. legnagyobb híre a HP és a Compaq egyesülése, amely *Carly Fiorina-t*, a HP vezetőjét, és a sajtó szerint a világ legbefolyásosabb nőjét a több mint 22 milliárd dollárra becsült fúzió az IBM után a világ második legnagyobb számítástechnikai vállalatának vezérévé teheti. Az új cég éves forgalma meghaladhatja majd az 80 milliárd dollárt.

A lendület azonban tehát 2001-re alapvetően megtorpant: a globális piacon a vállalatfelvásárlási és fúziós ügyletek (M&A) értéke 2001-ben 229 milliárd dollárt tett ki. Ez mintegy kétharmados visszaesést jelent az előző évhez képest, és 1997 óta a legalacsonyabb érték.

²⁶ Figyelőnet Online 2002. október 10.

A piaci fejlemények rákényszerítene bennünket arra, hogy röviden összefoglaljuk az elmúlt rövid időszak legfontosabb vállalati botrányait is, hiszen ezek alapvetően hozzájárultak a világgazdaság helyzetének alakulásához, és igen gyakran kapcsolatba hozzák őket a globalizáció átfogó koncepciójával.

Sorra derül ki patinás amerikai tőzsdei cégekről, hogy az utóbbi években úgy alakították könyvelésüket, hogy kisebb-nagyobb veszteségeik profittá változzanak, árfolyamuk emelkedjen, és befektetőik nyugalma megmaradjon. A botránysorozat hullámai átsapnak Európába is, a dollár árfolyama esik, az amerikai alelnököt könyvelési csalással vádolják, a könyvvizsgálócégek bezárnak. A mérleghamisítások becslések szerint mintegy 200 milliárd dolláros (!) kárt okoztak a befektetőknek.

Az elmúlt időszak vállalati botrányai arra világítanak rá, hogy mekkora jelentősége van a publikált adatokba vetett bizalomnak. A 90-es években az amerikai részvényesi kapitalizmus példát mutatott az egész világnak, és valóban úgy tűnt, hogy ennél hatékonyabb rendszer még soha sehol nem működött. A bizalom elvesztése beláthatatlan következményekkel járhat.

Az eddig napvilágra került adatok alapján az alábbiakban megemlítjük a legfontosabb eseteket.²⁷

Enron

Amerika legnagyobb energiakereskedelmi cége a gazdaságtörténet legnagyobb csődjét produkálta 2001 novemberében, miután kiderült, hogy 1997 és 2000 között a valósánál 600 millióval nagyobb nyereséget jelentett, és nem tudja törleszteni 61 milliárd dolláros adósságát. A vállalat ellen később büntetőeljárás is indult, mivel a részvényárakkal együtt a cég nyugdíjalapja is a semmivé foszlott, miközben a vezető tisztségviselők a gyanú szerint még az árfolyam-zuhanást megelőző pillanatokban jelentős haszonnal túladtak papírjaikon. Az Enron magával rántotta könyvvizsgálóját, az Arthur Andersent is, amelyről kiderült, hogy aktívan közreműködött a könyvelési manőverekben, sőt terhelő iratokat semmisített meg. Az Enron-üggyel kapcsolatban per indult a Fehér Ház ellen, a cég alelnöke pedig öngyilkos lett.

²⁷ Internetes hírforrások

Ezek után a már csődbement óriáscég 2002 októberében kártérítést követelt, mert néhány nappal az Enron összeomlása előtt a bank állítólag több mint százmillió dollárt emelt le jogtalanul a vállalat egyik számlájáról. Az Enron New Yorkban benyújtott keresete szerint a Bank of America 123,2 millió dollárt emelt le az energetikai cég számlájáról három nappal a csőd bejelentése előtt. A lépést az Enron többszöri kérésére sem indokolták, és még a vállalat hozzáférését is letiltották. Az Enron képviselői úgy vélik, a Bank of America lépése katasztrofális következményekkel járt, az Enron forgótőkéje végzetesen megcsappant, miközben a bank jogtalan előnyre tett szert a többi hitelezővel szemben. A keresetben a vállalat azt követeli, hogy a bank a 123 milliót kamatostul adja vissza, és ezen felül fizessen kártérítést is. A cég azt is szeretné elérni, hogy a bank csökkentse az Enronnal szembeni követelését.

WorldCom

A távközlési óriásvállalatnál júniusban jelentették be, hogy közel négymilliárd dollár értékben bukkantak valótlan elszámolási tételekre a könyvelésben. Az egyetemes gazdaságtörténet egyik legnagyobb könyvviteli csalásánál úgy tűnik, szintén az Andersen működött közre, bár a könyvvizsgáló azzal védekezik, hogy a cégvezetők nem árulták el, mire készülnek.

Xerox

Az irodagépgyártó könyveiben hatmilliárd dollárnyi forgalmat nem megfelelően tüntetett fel, így 1997 és 2001 közötti forgalmi adatairól újra kell nyilatkoznia - derült ki 2002 júniusában. Az amerikai tőzsd felügyelet már áprilisban szabályellenesen könyvelt forgalmi adatokra bukkant, de úgy tűnik, a cég öt évre visszamenőleg messze több forgalmat könyvelt szabályellenesen, mint azt a tőzsd felügyelet korábban feltételezte.

Merck

A gyógyszeripari óriásvállalat egyik leánycége az elmúlt három évben 12,4 milliárd dollárt könyvelt el szabálytalanul derült ki 2002 júliusában. A Medco Health Solutions a bevételekhez könyvelt el olyan összegeket, amelyeket a vevők a patikákban fizettek ki, és amelyek ebben a formában nem tekinthetők a társaság bevételeinek.

Bristol-Myers

A Bristol-Myers Squibb gyógyszergyár is felkeltette júliusban az USA értékpapír- és tőzsd felügyeletének (SEC) fokozott érdeklődését azt követően, hogy állítólag egymilliárd dollárral meghamisította tavalyi eladási adatait. A felügyelet informális vizsgálatot indított, a cég pedig együttműködnek vele.

Vivendi

A Le Monde július másodikán közölte, hogy a Vivendi másfél milliárd euró értékben meghamisította 2001-es könyvelését. A lap ugyanakkor úgy tudja, hogy a bonyolult tranzakció-sorozatot az illetékes francia hatóságok egy ponton leállították. Szakértők szerint Az ügyészség most bejelentette, hogy a 2000-es és 2001-es - a gyanú szerint meghamisított - mérlegek vizsgálatával kezdi a nyomozást. Ezen felül megnézik azt is, hogy a 2001-es és 2002-es esztendőre vonatkozó előrejelzések is manipuláltak voltak-e. A francia tőzsd felügyelet még júliusban kezdett vizsgálódásba a médiaóriás számlái körül. Messier elnöki idejének utolsó évében a Vivendi-Universal árfolyama 70 százalékkal zuhant, köszönhetően a 20 milliárd euróra duzzadt adósságállománynak és a hatalmas veszteségeknek.

Halliburton

Az olajcég ügye azért érdekes, mert vezetője 2000-ig Dick Cheney jelenlegi alelnök volt. A vállalatot azzal gyanúsítják, hogy mintegy 100 millió dollárnyi vitatott kiadását a bevételi oldalra könyvelte el 1998-ban. A könyvvizsgáló itt is az Andersen volt. Cheney ellen a Judicial Watch nevű korrupcióellenes szervezet is keresetet nyújtott be.

Harken

Bush elnök július 9-i beszédében példás büntetést ígért a könyvelési csalással próbálkozó cégeknek. A Fehér Ház azt szeretné, ha a jelenlegi 5 évről 10 évre növelnék a vállalati szektorban elkövetett, minősített könyvviteli csalások legmagasabb börtönbüntetési tételét, és növelnék a tőzsd felügyelet hatáskörét. Ugyanakkor időről időre előkerül az elnök tizenkét évvel ezelőtti részvényeladási ügye is - akkor Bush a Harken Energy Corporation igazgatójaként úgy adta el Harken-részvényeit, hogy az eladás után nyolc nappal a papírok értéke a felére zuhant, miután kiderült, hogy a cég vesztesége a tervezett nyolcszorosa.

Sony

Július közepén öt százalékkal estek a Sony papírai, miután megjelent egy, az elektronikai cégnél alkalmazott könyvelési trükkökről szóló újságcikk. A South China Morning Post szerint ugyanis az Enron-ügyben meghallgatott egyik szakértő a kongresszusi vizsgálóbizottság előtt azt nyilatkozta, hogy a Sony könyvelése sincs teljesen rendben. A tokiói tőzsdezáras után a cég, amelyet az amerikai botránysorozat kapcsán a szakértők a megbízható cég mintapéldájaként szoktak emlegetni, határozottan cáfolta a könyvelési praktikákról szóló híreket, és az árfolyam újra emelkedni kezdett.

AOL

A Washington Post július 18-i cikke szerint a vállalatnál szabálytalan könyvelési módszereket alkalmaztak, és így 270 millió dollárral növelték a profitot 2000 és 2002 között. A hír hatására hat százalékkal estek a cég papírai, bár később az AOL Time Warner cáfolta a hírt.

A pénzügyi szolgáltatások fő modernizációs húzóágazatainak számító technológiai és telekom szektor bizony válságban van,²⁸ ám várhatóan az újító kedv megmarad, új találmányok²⁹, új ötletek új spekulációs hullámot indíthatnak el. Ma már mindenki számára megmosolygatóan hangzik az USA Szabadalmi Hivatala vezetőjének egy évszázaddal ezelőtti kijelentése, miszerint: "Minden, mit feltalálni lehetséges, feltaláltatott!"³⁰

Egy évtizede az amerikai technológiai ipar szintén válságban volt. Az ázsiai olcsó félvezetők a piac mind nagyobb szeletét hasították ki maguknak. A komputer a

²⁸ Néhány adalék: A német Infineon Technologies AG 2002-ben az egymást követő második pénzügyi évet zárta egymilliárd eurónál nagyobb veszteséggel. A második legnagyobb európai csipgyártó pénteki beszámolója szerint a pénzügyi év egészében 1,14 milliárd euróra nőtt vesztesége az előző évi 1,02 milliárdról. A Deutsche Telekom, Európa legnagyobb távközlési vállalata 2002-ben valószínűleg 28 milliárd euró nettó veszteséget termel, a legnagyobbat, amelyet a frankfurti tőzsdén jegyzett harminc német részvénytársaság (DAX-30) közül valaha valamelyik is kimutatott.

²⁹ Egy érdekes példa. A Philips holland cég Eindhovenben működő laboratóriuma (HomeLab) azt tervezi, hogy 2003 második felében piacra viszi az első elektronikus papírt. Az elektronikus papír összecsavarható, akár egy újság és tetszés szerint bármikor feltölthető újabb és újabb digitális tartalommal. Az anyaga milliméter vékonyságú fólia, amelynek közepén található az úgynevezett elektronikus tinta: sok millió parányi, fekete vagy fehér pigmennel töltött mikro-kapszula. Ha a kapszulákat árammal töltik fel, akkor ezáltal felkerülnek a felszín egyik oldalára. Célzott jelzésekkel pontosan irányíthatók a fekete vagy fehér golyócskák úgy, hogy a felszínen megjelenik egy bizonyos kép vagy szöveg. A Philips cég kutatói már képesek bemutatni egy működő hajszálvékony, ötcolos "monitor" prototípusát, amely tetszés szerint bármilyen szöveget megjelenít. Folyamatban van színes display-ek gyártása is, de néhány részlet még megoldásra vár. (Figyelőnet Online 2002. november 14.)

munkahelyhez kötődött, de ott sem látták igazán sok hasznát. Ám közben illinoisi mérnökök egy csoportja rövid programot készített, amelynek segítségével leegyszerűsödött a világhálós barangolás. Nem kellett bonyolult kódokat beírni a gépbe, hanem grafikus elemekkel, az egér mozgatásával és kattintgatásával lehetett eljutni a kívánt végcélhoz. Megszületett az Internet, amely elképesztő erejű befektetési hullámot indított el.

Egyelőre azonban nem látszik a kiút. A száz legnagyobb technológiai cég öt negyedében át folyamatosan veszített. A papírokat tartalmazó Nasdaq indexe a 2000. márciusi csúcshoz képest 75 százalékot esett. Ám tíz év alatt sok minden megváltozott. A vállalati beruházásokon belül 20-ról 47 százalékra emelkedett a technológiai berendezések, szoftverek vásárlására fordított összeg. Egy évtizede, a válság mélypontján a Standard and Poor's ötszáz vállalatra kivetített részvényértékében mindössze 7,5 százalékot tett ki a technológiai papírok aránya, míg 2000-ben 34 százalékot. A megereszkedés után még ma is 15 százalék a részesedésük.

Jeff Henley, az Oracle pénzügyi vezérigazgatója szerint az európai technológiai szektort is egyre erősebben érinteni az a jelentős visszaesés, amely az USA-ban már több mint egy éve tart. A szakember szerint az amerikai technológiai szektor már közel van a mélyponthoz, Európában azonban a folyamat néhány negyedévvel eltolódik. Elmondta, hogy az Oracle megpróbálta elkerülni a jelentősebb elbocsátásokat Európában, de a visszaesés kiterjedése az öreg kontinensre azt is jelenti, hogy a jelenlegi negyedévre tervezett 500 fős elbocsátások nagy része Európában és Ázsiában lesz. Az előző negyedév 500 fős elbocsátásainak nagy része az USA-ban volt. A cégnek egyébként világszerte több mint 40 ezer alkalmazottja van.³¹

Tekintsük most át röviden, hogy a vállalati botránysorozatra és az általános bizalmi válságra mi az Európai Unió válasz-stratégiája! Alexander Schaub, az Európai Bizottság Belső Piaci Főigazgatóságának vezetője egy 2002. november végi beszédében³² az alábbiakat emelte ki.

³⁰ Charles H. Duell, az USA Szabadalmi Hivatalának főbiztosa, 1899.

³¹ Figyelőnet Online 2002. október 7.

³² Speech by Alexander Schaub, Director General of DG Internal market to the ECB symposium, 29 November 2002.

Schaub szerint öt fontos tanulsága van a fent említett eseményeknek. Az első, hogy újra szükség van arra, hogy a befektetők elhiggyék a vállalati számokat. Ehhez az audit szakmának és az audit elveknek meg kell újulniuk. Másodsorban a menedzsment ösztönzési rendszere a biztonságos üzleti működést kell, hogy szolgálja. Nem lehet kizárólag a részvényárfolyam emelkedésétől függővé tenni a díjazást, és ezáltal etikátlan és a realitásoktól elszakadó vezetési gyakorlatra ösztönözni a menedzsmentet. Harmadrészt a cégeknek fel kell ismerniük, hogy a befektetők védelme nekik is jó! Fel kell ismerniük, hogy az első és legfontosabb szempont az, hogy a vezetés a befektetőknek felelősök tetteiért. A negyedik elem az, hogy a befektetőknek aktívabban részt kell venni a cégek működésében. Ez főleg a nagy intézményi befektetőkre vonatkozik. Ezeknek ott kell lenniük a közgyűléseken, és meg kell követelniük az alapos és tényszerű tájékoztatást. Az ötödik és legfontosabb tanulság azonban az, hogy az etikát nem szabad a pénzszerzés mögé sorolni. Egy olyan gazdasági rendszer, amelynek legfontosabb szereplői az etikai alapok figyelmen kívül hagyásával működik, kudarcra van ítélve.

A fenti tanulságok gyakorlatba ültetésére az Európai Unió egy hételemű intézkedéscsomagot indított az útjára. A megoldási javaslat részelemei a következők.

1. A piaczavarásról szóló (market abuse) irányelv elfogadása, a tisztességes piaci magatartás előmozdítása érdekében.
2. A vállalatirányítás reformja (lásd még 1. 2. fejezet). A már említett „Winter Group” az alábbi ajánlásokat tette a vállalatirányítás reformjára.
 - Jobb üzleti jelentési előírásokat kell bevezetni.
 - A nem igazgatótanácsi, illetve felügyeleti igazgatók szerepének megerősítése szükséges.
 - A vállalati bér- és motivációs politikai nyilvánossá tétele szükséges, különösen a felsővezetők részvényopciós motivációja esetében
 - Közösségi jogi szinten felelőssé kell tenni kollektíven az igazgatókat a cég pénzügyi, illetve a fontosabb nem pénzügyi kimutatásainak hitelességéért.
 - A külföldi részvényeseknek a vállalat működésében való részvételi lehetőségeit javítani kell a modern elektronikus eszközök alkalmazásával.
 - Létre kell hozni egy intézményrendszert, amely az egyes tagállamok vállalatirányítási reformtörekvéseit koordinálja.

3. A számviteli szabványokat, előírásokat modernizálni kell.
4. Az audit szakmára vonatkozó előírásokat javítani kell.
5. A pénzügyi elemzőkre és tanácsadókra vonatkozó előírásokat szintén javítani kell.
6. A pénzügyi intézményekre vonatkozó prudenciális előírásokat szigorítani kell.
7. Erősíteni kell a tőzsdei kereskedésben résztvevő cégekre vonatkozó nyilvánosságra hozatali és transzparencia-előírásokat.

A politikai stratégián kívül azonban szükség van arra is, hogy maga a piac, illetve a technológiai szektor is magára találjon! Mi hozhatná ki a szektort és ezáltal a gazdaság egy jelentős részét a válságból? Az imént említettük az esetleges új technikai megoldások felfedezésének jelentőségét. A kilábalás elérésére kézenfekvőnek látszott az elektronika különféle ágainak integrálása is: a telefon ne csak beszédet közvetítsen, hanem zenét, képet, sőt mozgóképet is, és persze kapcsolódjék az internethez. Ezek átviteléhez természetesen bővíteni – szélesíteni – kell a csatornákat. Mindezt együttesen a mobilszolgáltatások harmadik generációja adja majd (rövidítéssel: a 3G). A piaci reményektől vezérelve a nagy telefontársaságok sorra vásárolták hát a 3G technológias licenceket a fejlesztőktől, és a csatornakoncessziókat az államoktól. A frekvenciaelosztást végző kormányok, így például a britek és a németek hatalmas összegeket szedtek be a vállalatokról (az előzőek 32, az utóbbiak 45 milliárd dollárt, 2000-ben), amely végül is az adófizetőknek jött jól. A technológiai világválságnak egyébként a hatalmas koncessziós költségek miatt kiürült cégkasszákat az egyik legfontosabb okai.

Hamar leapadt a lelkesedés, mert például Szingapúrban már egyszerűen nem akadt érdeklődő az UMTS³³ koncesszió iránt. Egy német 3G-licenc vásárlására, fejlesztésére és

³³ A harmadik generációs rádiótelefonos "kiteljesedése" az UMTS (Universal Mobile Telephony System, magyarul univerzális mobiltávközlési rendszer) nevű technológia. Az UMTS nemcsak a technológia által használt szoftvert cseréli le, mint az ún. „2,5G” megoldások, de magát az alaprendszert, a mobilhálózatok hardverét is, vagyis teljesen új eszközpark létrehozását igényli a sugárzó állomásoktól kezdve az átjátszóantennákon át a "telefonközpontokig". Az UMTS szempontjából a Föld felülete négyféle területre oszlanak: a legkényelmesebb szolgáltatást nyújtó, ám csak bizonyos "kitüntetett" pontokon kiépített, házi piko-, a kerületnyi mikro-, majd a városnyi makrocellákra; ahol pedig még ilyen sincs, ott lenne a telefonálás szempontjából a legegyszerűbb, műholdláncsal besugárzott világháló. A leggyorsabb és legnagyobb mennyiségű adat átvitelére képes pikozónában - egy bevásárlóközpontban vagy irodaházban - sétálva egész videofilmeket is le lehetne tölteni pár másodperc alatt. A mikro- és makrozónákban ugyanez már percek alatt igénybe, ugyanakkor a világhálón való barangolás, on-line csevegés akkor sem okozna gondot, ha a harmadik generációs mobilkészülék tulajdonosa éppen gyorsvonaton száguldos. A világháló az interkontinentális repülőutakon is lehetővé tenné a mobilitást. E zónák persze egyszerre léteznének, a készülékek pedig jeleznék a "gazdinak", hogy éppen milyen szolgáltatások elérésére és használatára nyílik lehetőség. Így az UMTS - állítják fejlesztői - helyhez kötöttség nélkül biztosítja majd az internetes adatátviteli minőséget, annak minden előnyével együtt.

hasznosítására két éve konzorciumban egyesült spanyol Telefónica és finn Sonera befagyasztja közös vállalatát, a Quamot, és a költségeket veszteségként leírja. A Salomon Smith Barney elemzői szerint igencsak kétséges, hogy a 3G valaha is meghozza a nagy fellendülést, de legalábbis nagyon távolinak tűnik az idő, amikor megtérülnek a befektetett euró-százmilliárdok.

2002. forró nyara a nagy telekomlufi kipukkanásának ideje. Számviteli csalások, könyvelési trükkök lelepleződése éppúgy hozzájárult ehhez, mint a túlzott ütemű bővítések, a hajszolt vállalatfelvásárlások miatt bekövetkezett eladósodások. Mindehhez járul, nem elhanyagolható módon, a világgazdaságban tapasztalható recesszió. A világ 29 vezető telekomcégéből 24 potenciálisan csőd előtt áll (néhányik már bele is zuhant).

De van még egy összetevője a 3G, sőt, az ennél valamivel kevesebbet nyújtó vezeték nélküli internet-hozzáférések 2,5G gyenge szereplésének. A válasz meglehetősen egyszerű: az emberek túlnyomó része arra akarja használni a telefont, amire eredetileg készült. Beszélgetésre, illetve szöveges üzenetek küldésére. De még az SMS sem hoz 10 százaléknál többet Európában a mobiltelefon-forgalmakban. A 2,5G ennél is gyengébb bevételt jelent: kontinensünkön a mobiltulajdonosoknak mindössze 5 százaléka él vele, illetve van ilyen készüléke.

Sok tekintetben érthető ez a jelenség, ha a használók összetételét nézzük. A mobilt eleinte jobbra vállalatok vásárolták, ma viszont a többségük magánember.

Mindeközben az árak egyre esnek.³⁴ Amelynek egyik következménye, hogy 2005-ig várhatóan 30-40 százalékkal zuhannak az egy mobilhasználóra jutó bevételek az európai országok többségében. Mármost nagy dilemma ez a hétköznapi ember számára. Egyfelől, használóként nyilván örül az árak zsugorodásának, másfelől, részvényesként joggal keserítheti részvényeinek értékvesztése. Mint már említettük, az elmúlt években ugyanis a hagyományosan bankbetét- és kötvénybarát Európában is megnőtt az érdeklődés a tőzsde

³⁴ Nyugat-Európában a mobilszolgáltatók sokszor irreálisan olcsónak tűnő akciókkal próbálják magukhoz csábítani az új előfizetőket: nemcsak az alacsonyabb árkategóriába tartozó, hanem a legmodernebb mobiltelefonokat is egy euróért adják, persze csak azoknak, akik vállalják, hogy legalább két évig hűek maradnak a társasághoz. Amerikában még ennyit sem kell fizetni, ott már egy centért is kapható telefon és előfizetés. (In: Népszabadság. 2003-02-10.)

iránt. A Deutsche Telekomhoz, Vivendihez hasonló mostani értékvesztések, eladósodások aligha fokozzák a telekomvállalatok iránti bizalmat, és nagyon könnyen lehet, hogy a kiskészvényesek átpártolnak az esetleg kisebb osztalékokkal kecsegtető, de stabilabbnak tűnő hagyományos ágazatokhoz.

A 3G azonban nem nevezhető halottnak, lehetséges, hogy néhány év múlva feléled, és tömegessé válik. A szolgáltatók máris egy sereg elmés lehetőségen gondolkodnak, amelyek között néhány abszurdnak látszó, de talán éppen ezért nagy tömegben bevezethető megoldás is szerepel. Ilyen például az „intelligens” címke az üdítőspalackokon, amely kiürüléskor jelet ad, hogy lehet készülni a következő szállítmányokra. De megemlíthető a sokkal realitásabbnak látszó MMS (videokamerával egybeépített) mobiltelefonok 2002. végi biztató fogadtatása. 2003. elején a nyugat-európai TV-csatornákon sugárzott tíz reklámból egy a videokamerás mobiltelefont ajánlja. Valóban érezhető is a fogyasztói lelkesedés felélénkülése, de mindez bizony nem elégséges a szektor kilábalásához.

Fontos hangsúlyozni azt is, hogy az elmúlt negyedszázadban ez az iparág többször is vészhelyzetbe jutott, de mindannyiszor kiverelkedte magát belőle. Egyelőre nem sejteni, mi lesz a következő nagy dobás. Talán a vezeték nélküli hálózat, az úgynevezett Wi-Fi-technológia, amelynek révén az internet könnyebben megjeleníthető kávéházakban, repülőtereken vagy akár az otthonokban. A jogi ügyek tisztázásával is új lehetőségek tárulhatnak fel a zene és a film világhálós közvetítése előtt.

Összességében tehát látható, hogy a pénzügyi szolgáltatások mellett az információtechnológiai szektor a legélénkebb terepe a globalizációnak. Az a szektor amely a katalizátora az egész folyamatnak, amiről sokan mondják, hogy egy új, az angol ipari forradalomhoz hasonló átalakulást hoz a nemzetközi gazdasági rendbe. Vagyis jöllehet, véleményünk szerint a globalizáció nem napjainkban kezdődött, de annak nagyságrendje, tapinthatósága, és tudati jelenléte soha nem látott szintet ért le napjainkban. Ebben óriási szerepe van az infokommunikációnak, amelynek a részletesebb leírását és a pénzügyi szolgáltatásokkal való mind szorosabb összefonódásának az elemzését adja majd a harmadik fejezet.

2. 2. A pénzügyi rendszer globalizációja

A címben szereplő mondat számos emberben meglehetősen félelmeket és ellenérzést kelt. Nap, mint nap találkozhatunk az alábbiakhoz hasonló kijelentésekkel.

„Annak, amit pénzvilágnak, a gazdaság és bolygónk társadalma felett elhelyezkedő pénzügyi szuperstruktúrának nevezünk, a legfontosabb megkülönböztető ismérve talán az, hogy fő folyamatait tekintve kiszakadt az áruvilágból, a közönséges kereskedelemről, az emberek életszükségleteit kielégítő jószágok és szolgáltatások termeléséből. Ezzel párhuzamosan a gazdasági tevékenységek – értve ezen az embernek, valamint természeti és kulturális környezetének a fenntartását, újratermelését – majdnem mindenütt és majdnem minden aspektusukban a pénzvilág uralma alá kerültek az elmúlt negyedszázadban.”³⁵

„Egy túlméretezett, élősdű pénzügyi felépítmény dominálja a gazdaságot. A javak és szolgáltatások termelése a háttérbe szorult, ahol a tőke csendesen, de gyorsan mozog a határokon át, olcsó munkaerőt keresve. A társadalmak megtanultak együtt élni az inflációval és a munkanélküliséggel, hosszan tartó recessziókkal a valós növekedés helyett.”³⁶

Széles körben elterjedt tévhit az is, hogy a spekuláció, és a különböző értékhez, valós tevékenységhez kötődő ügyletek is a modern, globalizálódó pénzvilág szüleménye. Ez nem igaz. Ahogyan R. C. Merton is rámutat hogy a derivatív ügyletek, a határidős és futures szerződések már a 17–18. században használatosak voltak a világ fejlettebb részein.³⁷

Az Európai Bizottság egy nemrégiben elkészült munkadokumentumában³⁸ megállapítja, hogy a globalizáció számtalan módon megváltoztatta az emberek, intézmények és vállalatok viselkedését, működését, sokszor olyan módon, hogy azt lehetetlen volt

³⁵ Lányi Kamilla: A pénz hatalma, a hatalom pénze. Élet és Irodalom, 1996 július 26., 5. o., In: Pete Péter: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről, Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. május pp.: 389–402.

³⁶ Augusztinovics Mária: Miről szól az input-output modell? Közgazdasági Szemle, 1996 4. sz., In: Pete Péter: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről, Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. május pp.: 389–402.

³⁷ Merton, R. C.: Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions. NBER Working Paper Series, Cambridge, 1995. 5. o.

előrejelezni. A globalizáció kétségtelenül minden más tényezőnél nagyobb hatással volt a pénzügyi rendszerek és a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok alakulására. Ennek eredményeként a szabályok, elvek, döntéshozatali mechanizmusok, amelyek a pénzügyi világot irányítják a alapvetően megváltoztak az elmúlt fél évszázadban.

A nemzetközi pénzügyi rendszer változásának legfontosabb jellemzői az alábbiak.

A nemzetközi pénzügyi piacok mélyebb integrációja, ahol a legfontosabb termékekkel szinte állandó kereskedés folyik rendkívül sok piaci szereplő által.

A nagy pénzügyi vállalatokon túl, amelyek szinte minden pénzügyi központtal össze vannak kötve, egyre több és egyre heterogénebb jellegű piaci szereplő jelenik meg a nemzetközi színen, beleértve az egyéni befektetők tömegét, a nyugdíjalapokat, ipari vállalatokat, és tőkefedezeti alapokat is. Ennek a hatalmas, globális pénzügyi piacnak a kialakulása jelentős mértékben az infokommunikációs ipar (ICT – Information and Communication Technologies) elképesztő iramú fejlődésének köszönhető, amely lehetővé tette az eddig nem látott mennyiségű információ, eddig nem látott gyorsaságú, és olcsóságú feldolgozását. Ez az integrációs folyamat azonban még messze nem ért véget. A határon-átnyúló tranzakciók még mindig drágábbak, mint az országon belüliek, a jogi szabályrendszer eltérő országról-országra, és a piaci szereplők információhoz való hozzájutásának és feldolgozásának képessége sem egységes.

Az árfolyamrendszerek szerepének változása. A Bretton Woods rendszer fix, de kiigazítható árfolyamokon alapult, elkerülendő a túlzott volatilitást, és a versenymegfontolásból végrehajtott leértékelést, de megengedve a szükséges kisebb módosításokat a rendszeren belül. Ma a három nagy valuta árfolyama szabadon lebeg. Sok fejlett és feltörekvő ország választott egyfajta teljesen kötött rendszert (valutatanács, dollárosítás, valutaunió), mások valamilyen lebegtető formát, ezáltal jelentősen csökkent a kötött, de kiigazítható rendszerek szerepe.

A tőkepiacok jelentős harmonizációja. Ez a tény ismét egy jelentős elmozdulást jelent a Bretton Woods rendszerhez képest, amelynek keretében a tőkemozgások szabadsága erőteljesen korlátozott volt (és sok fejlett országban az is maradt a 80-as évekig). A

³⁸ Responses to challenges of globalisation – A study on the international monetary and financial system and

tőkemozgások akadályait azért bontották le, mert a további fejlődés gátjait látták benne. Ráadásul egyre kevésbé tartották az árfolyam megóvása, illetve a független monetáris politika fenntartása hatékony eszközének. A nemzetközi tőkemozgások liberalizációs üteme azonban lelassult a 90-es évek közepének nagy pénzügyi válságai után. Ma általánosan elismert tény, hogy az erős hazai pénzügyi szektor megléte szükséges feltétele a sikeres tőkeművelési liberalizációnak, amelynek végrehajtása optimális esetben több lépcsőben kell, hogy megtörténjen. Napjainkban a tőkeliberalizálásról szóló vita legfontosabb kérdése, hogy bevezethetők-e átmeneti tőke-ellenőrzések krízis helyzetekben, illetve egy adott ország bank- és pénzügyi rendszere megerősítésének érdekében.

Kialakult egy hatalmas megtakarítási készlet (pool of savings) a fejlett világban, amely minél jobb megtérülést és kockázatdiverzifikációt keres magának. Az életszínvonal, a keresetek növekedése, a lakosság öregedése, a nyugdíj és önkéntes-kölcsönös befektetési alapok térhódítása, a tőkemozgások nemzetközi liberalizációja voltak a nemzetközi befektetések megugrásának legfontosabb okai. Ezeknek a megtérülést és kockázatoptimalizálást kereső gigantikus tőkealapoknak a léte sokak szerint kétélű fegyver. Egyrészt, ha a globális piacok korrekten beárazzák a különböző befektetési lehetőségekhez kapcsolódó kockázatokat és megtérüléseket, akkor a nemzetközi tőkeáramlások elősegítik azt, hogy a globális megtakarítások a lehető leghatékonyabban allokálódjanak. Továbbá segítheti a fejlődő országokat, amelyek saját megtakarítási szintje elégtelen, hogy egy sokkal szélesebb, globális tőke kínálathoz férjenek hozzá. Kiegészítve saját megtakarításaikat, így serkenti a növekedési potenciáljukat. Másrészt, a nemzetközi tőkeáramlások nagyon érzékenyek a hozam és kockázatváltozásokra, ezért hajlamosak a hirtelen és nagymértékű kilengésekre. Emellett, ezek a tőkék megjelenhetnek a fejlődő országok pénzügyi rendszerének normális tőkefelvevő kapacitása feletti mértékben is.

Megváltozott a fejlődő és feltörekvő térségekbe irányuló tőkeáramlások mértéke és összetétele. A 80-as évek eleje óta az ebbe a térségbe áramló tőke GDP arányában kifejezett mértéke jelentős mértékben megnőtt. A tőkeáramlásokon belül megnőtt a direkt tőkebefektetés (Foreign Direct Investment – FDI), és a részvényvásárlás szerepe, míg a szindikált bankhitelek és segélyek szerep csökkent. Ez a jelenség különösen a 90-es évekre volt jellemző. Az FDI vált ezen országok legfontosabb finanszírozó tényezőjévé. A kínálati

oldal felől nézve ez alapvetően tőkeliberalizációval és a kommunikáció javulásával – amely lehetővé tette a külföldi eszközök értékfelmérési költségeinek csökkenését – magyarázható. A keresleti oldalról nézve, ennek oka a feltörekvő országok makrogazdasági helyzetének javulása, a nagymértékű privatizációk végrehajtása volt. Jól látható azonban, hogy ez a hatalmas mennyiségű tőke- és részvénybefektetés néhány országra korlátozódik.

Kifejlődött egy összetettebb és szélesebb választéka a pénzügyi szolgáltatásoknak. Az új pénzügyi termékek elburjánzása (mint pl. az OTC derivatívok) párhuzamosan zajlott le a pénzügyi intézmények nemzetközi aktivitásának berobbanásával. Ezek a fejlemények nem jöhettek volna létre az infokommunikációs szektor forradalma nélkül. Ezek az új pénzügyi termékek, azáltal, hogy lehetővé tették a pénzügyi kockázatoknak a kockázatvállalási preferenciákhoz és a hozamelvárásokhoz való jóval hatékonyabb hozzáigazítását, kialakítottak egy nagyon széles termékskálát, megnövelve a piacok likviditását és mélységét. Mindez természetesen szükségessé tette a pénzügyi kockázatelemzés módszereinek szofisztikálását is. Ennek a fejleménynek is léteznek árnyoldalai, hiszen az új termékek gyakran hozzájárultak a piac sérülékenységének növekedéséhez.

Új nemzetközi fórumok, nemzeti és nemzetközi szabályok, sztenderdek alakultak ki. A meglévő intézmények továbbfejlődése mellett az elmúlt évtizedben számos nemzetközi intézmény, véleményformáló fórum, nemzetközi szabályok és sztenderdek jöttek létre az adatkezelés, a fiskális, monetáris és pénzügypolitikai transzparencia, a bank és tőzsdelfelügyelet, a devizasabályozás, a számvitel, a csődeljárás, a vállalatirányítás reformja érdekében. Mindez a gazdasági folyamatok (munkaerőpiaci, szolgáltatási és termékpiaci) és a kereskedelem, illetve a tőkemozgások szabályozása nemzetközi deregulációjának folyamatával párhuzamosan zajlik. A régi szabályok folyamatosan bomlanak le, napról napra történnek olyan piaci események (lásd Enron), amelyek világossá teszik, hogy a nemzetközi pénzügyi szabályozási rendszer alapos reformra szorul: a globalizáció hatalmas léptekkel halad előre, a keretrendszer sem maradhat le sokáig.

A pénzügyi szektor gazdasági szereplői úgy tekintenek a pénzügyi rendszer integrációjára, mint a költség és bevétel alapú méretgazdaságosság (economies of scale) növelésének fontos elősegítőjére. Mindazonáltal, ennek bizonyítására elég kevés a rendelkezésre álló

gyakorlati eszköz. Az integráció legfontosabb költségcsökkentő hatása az ezzel járó munkaerő-gazdálkodási és menedzsment struktúra racionalizáció. A munkaerő racionalizálás volt valóban a pénzügyi rendszer integrációjának legfontosabb költségcsökkentő hatása az USA-ban, de ez a hatás kevésbé érvényesülhet Európában, ahol erősebbek a munkavédelmi szabályok.

Tény, hogy a pénzügyi rendszer globális integrációjának folyamata egy olyan időszakban játszódott/játszódik le, amelyben gyakoriak a pénzügyi válságok. 1997-98-ban számos kelet-ázsiai ország esett át pénzügyi válságon, amely gyakran a valuta és a helyi bankrendszer összeomlását is maga után vonta. 1998-ban Oroszország majd Brazília került pénzügyi válsághelyzetbe. 2000 óta az argentin és a török pénzügyi rendszer van hatalmas nyomás alatt, illetve válságszituációban. Európa sem mentes a válságoktól. A 90-es évek elejének finn, norvég és svéd bankválságai még elég friss emlékek. 1992-93-ban pedig árfolyamválságot szenvedtek meg az európai országok. A pénzügyi rendszerek integrációja egyfelől növeli a válságszituációk ragályosságát, másfelől csökkentheti a válságok kirobbanásának esélyét, illetve azok lefolyásának hevesességét. Az európai pénzügyi integráció ez utóbbi hatást (is) kívánja elérni. Ehhez azonban szükséges a pénzügyi szektor felügyeletének megerősítése. A pénzügyi rendszer komplexebbé válása, a konglomerátumok kialakulása aggodalmat keltett az európai pénzügyi szakemberekben és döntéshozókban. Ennek eredményeként két nagy jelentőségű EU-jelentés látott napvilágot a pénzügyi stabilitás témájában. (Brouwer jelentések). Az egyik, 2000-ben a pénzügyi válságok megelőzésére vonatkozó intézkedésekre koncentrált, a másik, 2001. áprilisi a pénzügyi válságkezelésre. A jelentés mondanivalójának az a lényege, hogy szükség van az európai pénzügyi felügyelet, jegybankok és pénzügyminisztériumok fokozottabb kooperációjára. A jelentés az alábbi öt ajánlást tette.

- A felügyeleteknek gondoskodniuk kell arról, hogy a pénzügyi intézmények és csoportok vállalati információs rendszerei képesek arra, hogy gyors határidővel pontos képet tudjanak alkotni az intézmény pénzügyi helyzetéről.
- Válsághelyzetekben minden hatóságot, ami csak érintve lehet a kérdésben azonnal értesíteni kell, akár a - felügyelet közötti információ-átadásra vonatkozó - jogi akadályok ellenére is.

- Az EU területén működő nagy pénzügyi intézmények (beleértve a konglomerátumokat) esetében meg kell határozni a koordináló felügyeleti hatóságot, és annak feladatait, beleértve az információgyűjtést és kommunikációt, különös tekintettel a krízishelyzetekre.
- A felügyeleteknek tovább kell fejleszteniük koordinációjukat a krízishelyzetekben történő eljárások tekintetében (egyeztetett információ-áramlási megállapodások, az eljárások lépéseinek egyeztetése)
- A versenyhatóságoknak gyors és hathatós intézkedéseket kell tenniük a válságkezelő intézkedések versenyképességi hatásainak megítélése során.

A pénzügyi intézmények összeolvadása mögött számos megfontolás áll. Alapvető célja az természetesen, hogy a vállalat részvényeseinek jólétét növelje. De a valóságban a tulajdonosok és a menedzsment között feszülő konfliktusok, illetve a menedzserek önértékei motiválják a folyamatokat. A fúziók főbb motivációit az alábbiak szerint osztályozhatjuk [Dermine, 2002].

- Költségalapú méretgazdaságosságra való törekvés;
- Márkanév-alapú méretgazdaságosságra való törekvés (a nagyobb méret, és jelenlét olcsóbb márkanév elismertetést eredményez);
- Bevétel-alapú méretgazdaságosságra való törekvés;
- Biztonsági háló-alapú méretgazdaságosságra való törekvés (minél nagyobb egy pénzügyi intézmény, annál fontosabb a kormányok számára a megmentése egy esetleges válság során);
- Költségalapú tevékenységgazdaságosságra való törekvés (cost-based economies of scope: széles tevékenységi paletta azonos fix költségek mellett);
- Bevétel-alapú tevékenységgazdaságosságra való törekvés (meglévő ügyfelek körében új termék fokozott kereszt-értékesítése, egyablakos szolgáltatás);
- Pénzügyi diverzifikációra alapuló tevékenységgazdaságosságra való törekvés (tevékenységek, ügyfelek, eszközök kockázatának diverzifikációja);
- X-hatékonyság (Egy adott mérethez kapcsolódó maximális költséghatékonyság elérése gyakran egyszerűbb egy fúzió megvalósulása során elvégzett költség-optimalizációval)
- Piaci erő növelése;
- Védekezés-alapú mérethatékonyság (elérni egy akkora méretet, amelyet nehezen tud felvásárolni a konkurencia);

- A nyugodt élet (quiet life) és az önhittségi (hubris) hipotézis. (Ezek a menedzsment sajátos motivációit takaró stratégiák.) A megnövekedett piaci erő, vagy a jobb méretgazdaságosság nagyobb fizetést, presztízt, és kisebb kockázatot eredményez a menedzsment számára, vagyis egy nyugodtabb, csendesebb életet. Speciális eset amikor a menedzsment önhittségből (hubris) túlértékeli egy fúzió lehetséges előnyeit és a célvállalatot a tényleges értéke (ára) felett veszi meg.

A piaci koncentráció növekedése miatt egy nagyobb nemzetközi pénzügyi intézmény összeomlása soha nem látott spill-over hatással fog járni, ami szükségessé teszi, legalább európai szinten a koordinációt az ilyen esetekben a bezárásra, vagy megmentésre vonatkozó döntések meghozatalakor. Továbbá szükséges lesz a csődeljárások, illetve a befektetővédelmi és betétbiztosítási mechanizmusok modernizálása, és gyorsabbá tétele.

A pénzügyi szektorban zajló összefonódások (konglomerátumok) kialakulásáról és az arra adott szabályozási válasziról a 2. 3. és az 5. 2. 7. fejezetekben számolunk be.

Több síkon is kiélezett harc folyik a nagy pénzintézetek között. Az elkövetkezendő években ugyanis eldől, hogy kik lesznek a világ - s egyben Európa - legnagyobb pénzügyi szolgáltatói, s melyek tűnnek el a piacról. Európában országonként 4-5 univerzális pénzügyi szolgáltatónak van esélye arra, hogy univerzális banki szolgáltatásokat nyújtson a kontinensen, s csak néhány bank reménykedhet abban, hogy meghatározó szereplője lesz a globális pénzügyi piacnak is.

A méret, a nyereségesség és a piaci kapitalizáció határozza meg alapvetően az európai pénzügyi szolgáltatók jövőjét és lehetőségeit. Az egységesülő kontinensen ugyan ma még többtucatnyi bank tervezi úgy, hogy globális szerephez jut, és ezzel meghatározó szereplője lesz Európa pénzügyi életének - de erre csak keveseknek van reális esélyük. A sikerhez vezető út természetesen sokféle lehet.

Páneurópai - netán globális - szerepre csak olyan pénzügyi szolgáltató törhet, amely a lakossági szolgáltatásoktól a befektetési bankárkodásig a teljes pénzügyi vertikumot egyformán magas színvonalon nyújtja ügyfeleinek. Ennek a követelménynek jelenleg csak néhány bank mint például az ABN Amro vagy a Deutsche Bank felel meg. Rajtuk kívül néhány pénzintézet tehet szert több országra kiterjedő piacra.

Ezzel párhuzamosan, a lokális piacokon várhatóan gyorsan nő a specializált pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó, a piac egy szegmensére koncentráló bankok száma a közeli jövőben, és ezzel párhuzamosan megjelennek a "nem bankok" is. Ez utóbbiak olyan jelentős kereskedőcégek, benzinkúttársaságok, utazási irodák és áruházak, amelyek tevékenységüket banki szolgáltatásokkal - bankkártyakiadás, hitelezés - egészítik ki. Közülük is kiemelkedő szerephez juthatnak a nagy tőkeerővel rendelkező szolgáltató cégek - víz- és gázszolgáltatók.

Nem szabad megfeledkezni a nagy biztosítótársaságokról sem hiszen az európai AXA, a német Allianz és a Generali már most is jelentős banki tulajdonrészrel rendelkezik, s gyorsuló ütemben terjeszkednek.

A nagybankok koncentrációja a sorozatos egyesülések és felvásárlások révén befolyásolhatja az adott ország pénzpiacát. A nagyfokú koncentráció már tetten érhető Hollandiában, ahol az ország legnagyobb 5 bankja már a teljes betétállomány 81 százaléka felett rendelkezik, míg az öt legnagyobb német bank csak 17 százalékát tudhatja magáénak.³⁹

Új szereplőként léphetnek az európai pénzügyi piacra a nagy amerikai bankok és pénzügyi szolgáltatók amelyek a tengerentúlon bekövetkezett és bekövetkező egyesülések következtében gigantikus nagyságú és tőkeerejű cégekké fejlődhetnek. A Citigroup, a General Electric Capital, az American Express mellett azonban számolni kell a "nem bankok" inváziójával is. A Merrill Lynch, a Morgan Stanley, sőt az eddig befektetési szolgáltatásokat ajánló Charles Schwab cég is megjelenik vetélytársként Európában.

A világszerte dúló vállalatfelvásárlási és fúziós láz kiélezte a versenyt a befektetési banki tevékenységgel is foglalkozó pénzügyi társaságok között. A rivalizálásban egyelőre az amerikaiak vezetnek, amelyek európai versenytársaikat még többnyire hazai pályájukon is megverik.

³⁹ Mergers and acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications, ECB, December 2000.

A Goldman Sachs, a Morgan Stanley Dean Witter és a Merrill Lynch, amelyek mindegyike az elmúlt évek során több milliárdos vállalatfelvásárlási és fúziós ügylethez adott tanácsokat, illetve vett részt azok lebonyolításában.

A vállalati ügyfeleknek is eredetileg pusztán pénzügyi kérdésekben tanácsokat adó befektetési bankok tevékenységének legnyereségesebb üzletágává rukkolt elő az utóbbi évtizedben - előbb a terjedő piaci liberalizáció, majd természetesen a kibontakozó globalizáció jegyében - a vállalatfelvásárlási, fúziós tanácsadás. Ezt a tevékenységet a tengerentúlon főként az eredetileg brókeri és vagyonkezelési feladatokat végző pénzügyi társaságok, míg Európában inkább a hagyományos nagy kereskedelmi bankok részlegei végzik. A fúziós tanácsadási funkció értelemszerűen hanyatlóban van, a piaci fejleményeknek megfelelően.

Az elmúlt két-három évben a *bankpiacon* sosem látott méretű összeolvadási hullám zajlott, ennek részben az amerikai Glass-Steagall-törvény eltörlése (lásd I. 2. fejezet) részben a technológiai forradalom, részben az egységesülő európai pénz- és tőkepiacok voltak az okai.

Az egyesülési hullám valóban globális kiterjedésű, hiszen a nagy amerikai fúziók mellett (mint Citibank – Travellers Group, Chase - JP Morgan) például 2000-ben egyesült a Dai-ichi Kangyo Bank, a Fuji Bank és a Japán Ipari Bank (Industrial Bank of Japan).

Európában egyébként az euró megjelenésével szinte varázsütésre beindultak a határon belüli bankfúziók Francia-, Olasz- és Spanyolországban. A három ország egymással nemrég még vadul rivalizáló, a német nagybankok mögött háttérbe szoruló pénzintézetei a fokozódó versenyben előbb hazai pozícióikat igyekeznek megerősíteni, hogy utána magabiztosan léphessenek ki az európai, illetve a globális szintésre.

Az Eurostat 1999. március 31-i közleménye⁴⁰ szerint az európai bankszektorban már az euró bevezetése előtt erősödő koncentráció volt megfigyelhető. A kimutatás szerint a bankszektorban foglalkoztatottak számának folyamatos csökkenése mellett, az Európai

⁴⁰ Eurostat report on the concentration in the banking sector, 31 March 1999.

Gazdasági Térségben és Svájcban 1994-ben bejegyzett 9132 hitelintézettel szemben 1997-ben már csak 8594 hitelintézet működött.

De a nagy lökést mintha az euró bevezetése adata volna meg. Már néhány nappal az euró bevezetése után 1999. január 15-én bejelentette összeolvadását az első és a harmadik legnagyobb spanyol kereskedelmi bank, a Banco Santander és a Banco Central Hispanoamericano, létrehozva a Banco Santander Central Hispanot (BSCH), amely 36 milliárd dolláros tőzsdei értékével mára a piac által egyik legtöbbször értékelt európai bankká vált.

Az európai versenyképesség elérése volt a célja az UniCredito Italiano (UCI) és a San Paolo-IMI bankoknak is, amelyek 2001. március végén tettek fúziós ajánlatot a Banca Commerciale Italianának (Comit), illetve a Banca di Romának, amely során a fúzió végül is más résztvevővel de létrehozta Olaszország legnagyobb, Európa 7. legnagyobb bankját.

Franciaországban a BNP-nek (Banque Nationale de Paris) sikerült megszereznie a Paribas részvények 65,1 százalékát.

Az 1997-ben, egy finn és egy svéd bank fúziójából létrejött MeritaNordbanken rögtön az euró bevezetése után vételi ajánlatot tett a második legnagyobb norvég bankra, a Christianiara.

De minden eseményt háttérbe szorított 2000-ben a hír, hogy minden eddiginél nagyobb pénzintézet jöhet létre, amennyiben a Deutsche Bank és a Dresdner Bank közötti tárgyalások egyesüléshez vezetnek. Az egyesített mérlegfőösszeg meghaladta volna az 1250 milliárd dollárt. A fúzió végül meghiúsult, de egy másik fúzióban – még hozzá az Allianz biztosítóval – a Dresdner Bank mégis tagja lett Németország legnagyobb nyilvános társaságának, amelynek jelenlegi áron számított piaci kapitalizációja eléri majd a 109 milliárd eurót.

Az egyesített pénzügyi szolgáltató-óriás 23 millió ügyfelének egybillió eurós vagyonát kezelheti. A felvásárlással kapcsolatban az Allianz számításai szerint az egyesülés révén 2008-ig 32 milliárd euró értékű új üzleti bevételre van kilátás.

Az ügylet valószínűleg csak egy német felvásárlási sorozat első lépcsője. A kormány ugyanis felére csökkentette a pénzügyi eszközök után fizetett adó mértékét, ami jelentősen megkönnyíti a vállalatok számára, hogy saját részvényeikkel fizessenek akvizícióikért.

Egyelőre tehát jellemzőbbek a nemzeti felvásárlások, de határom átnyúló vételre is vannak példák, mint a holland ING Groep esete, aki megvásárolta a német BHF Bankot. De megemlíthető a Bank Austria és a bajor HypoVereinsbank 2000 végén létrejött fúzióra, amely során létrejött Európa akkor harmadik legnagyobb bankja.

De a már említett Dresdner Bank is befektetett 2000-ben egy amerikai befektetési bankba, a Wasserstein Perella-ba 1.37 milliárd dollár értékben.

A brit bankok egyelőre sokkal tartózkodóbban az európai fúziók esetében. Ez alapvetően azzal magyarázható, hogy az Egyesült Királyság kívül esik az eurózónán. A közelmúlt jelentősebb eseménye, hogy a Lloyds TSB, a harmadik legnagyobb brit kereskedelmi bankcsoport 2001 februárjában betervezte baráti akvizíciós ajánlatát a Abbey Nationalre, a második legnagyobb brit jelzálogbankra.

A Bank Austria és Creditanstalt 2002 augusztusában hivatalosan és végérvényesen fuzionált. A fúzióhoz választott sajátos mottó: minden marad még jobb. A jelenlegi 290 BA- és 180 CA-filiálé négyszáz fiókká olvad össze. A gazdaságilag kétségkívül elengedhetetlen fúzió azért nem fájdalommentes: a Creditanstalttal Ausztria legrégebbi bankja tűnik el. 1855-ben a Rotschild Ház alapította, s az ipar és kereskedelem finanszírozásában játszott szerepével nagyban elősegítette a Habsburg-birodalom gazdasági megújulását. A világgazdasági válságban, 1931-ben csődbe ment, ám az állam 65,4 millió euró értékű segéllyel megmentette. A második világháború alatt a Deutsche Bank ellenőrzése alá került, majd 1946-ban, az államosítással veszített jelentőségéből. A Bank Austria 1997-ben 1,25 milliárd euróért vásárolta meg az államtól; a fuzionált csoportot 2000-ben a bajor Hypo Vereinbank vette át, viszonylagos önállóságot, mindenekelőtt pedig kelet-közép-európai kompetenciát hagyva az osztrák partnernek.

2. 1. Táblázat.

Külföldi bankok részaránya a külföldi bankok fiókjainak és leányvállalatainak mérlegfőösszege és a teljes hazai hitelintézeti mérlegfőösszeg arányával kifejezve 1997-ben.

	EGT országokból		Harmadik országokból		Összesen
	Fiókok	Leányvállalat	Fiókok	Leányvállalat	
Belgium	9.0	19.2	6.9	1.2	36.3
Németország	0.9	1.4	0.7	1.2	4.3
Görögország					
Spanyolország	4.8	3.4	1.6	1.9	11.7
Franciaország	2.5		2.7		9.8
Írország	17.7	27.8	1.2	6.9	53.6
Olaszország	3.6	1.7	1.4	0.1	6.8
Hollandia	2.3	3.0	0.5	1.9	7.7
Luxemburg	19.4	65.7	1.4	8.1	94.6
Ausztria	0.7	1.6	0.1	1.0	3.3
Portugália	2.5	6.8	0.1	1.0	10.5
Euró övezet	3.4	5.7	1.6	2	12.7

Forrás: ECB

Természetesen a *biztosítási piacon* is zajlik a koncentráció és a transz-atlanti összekapcsolódás. A globális terjeszkedéséhez épített amerikai hídfőállást a brit Prudential biztosítótársaság, amely 2001 márciusában bejelentette, hogy részvénytcsere révén összeolvad a General Americannel. A világ hatodik legnagyobb biztosítójává váló közös cég tevékenységének középpontjában az életbiztosítás és a befektetési szolgáltatás társítása áll majd.

Magyarország szempontjából érdekes fejlemény, hogy az osztrák Generali 2002 márciusában megvásárolta a svájci Zürich-csoporttól a cég kelet-közép-európai leányvállalatait, így a magyar társaságot is. A Generali a svájci biztosító magyar, cseh, lengyel és szlovák érdekeltségeit vette meg, összesen öt céget (Lengyelországban a biztosító mellett nyugdíjpénztárt is üzemeltetett a Zürich-csoport).

A Generali a térségben 20 százalékos növekedést könyvelhet el a felvásárlással, összesen 83,4 millió euróval gyarapítja a csoport a díjbevételeit. A két lengyel cég bevétele ennek az összegnek a felét jelenti, itt a Generali a hatodik legnagyobb életbiztosítónak lép elő, míg Csehországban 30 százalékos növekedést könyvelhet el a cég.

A bankkártya-kibocsátók piacán is érezhető a koncentráció. A MasterCard és az Europay 2001 júniusában megállapodott, hogy a két bankkártyacéget egységes részvénytársaságba szervezik. Az egyesülés után megkezdődik az egységes arculat, társasági szerkezet és infrastruktúra kialakítása. A részvénytársasággá alakuláshoz meg kell szerezni az amerikai értékpapír-piaci felügyelet engedélyét is. A fúzió költségeit a két társaság fedezi. A MasterCard már ma is birtokolja az Europay részvényeinek 12,2 százalékát. A MasterCard és az Europay közös tulajdonában van a Maestro, fele-fele részben. Az egyesüléssel mindhárom társaság közös irányítás alá kerül.

A MasterCard ma még tagsági formában működik, az Europay pedig részvénytársaság. Az egyesülés után mind a tagok, mind pedig a részvényesek tulajdonosai lesznek az új magántársaságnak, a MasterCard Rt.-nek.

Több új szolgáltatást is meghirdettek. A Maestro új, előre feltöltött betéti kártyáját azoknak szánja, akiknek nincs bankszámlájuk, de a kártya kiválóan alkalmas ajándéknak is. Az Europay Vezető Üzleti Kártyája pedig a luxuskategóriába tartozik: tulajdonosa ingyenes, nonstop információs szolgáltatást vehet igénybe, 140 nyelven. Ebbe orvosi segítség, jogi tanácsadás, szállodafoglalás vagy tárgyalóterem bérlése is beletartozik. Az Europay az idei első negyedévben 14,5 százalékos növekedést ért el. Összesen csaknem 280 millió kártyája van forgalomban, Európában 4,9 millió helyen fogadják el őket. Az elmúlt pénzügyi évben az Europay-kártyákkal 985 milliárd euró forgalmat bonyolítottak le.

Az elszámolási rendszerek egységesülése is lendületet kapott az euró bevezetése után. A luxemburgi Cedel International és a frankfurti Deutsche Börse Clearing AG 1999. május elején bejelentette egyesülését, megalakítva az összeurópai értékgazdálkodási elszámolórendszer és értéktár lehetséges alapját. A francia elszámolóház a Sicovam SA később csatlakozott a szövetséghez.

Viharos fejlemények játszódnak le a világ *tőzsdéin* is. Az *árutőzsde* vonatkozásában általános az a vélemény, hogy a jövőben három nagy gabonatőzsde kialakulása várható. Az amerikai adott (Chicago), és emellé vár a piac egy nagy európai és egy nagy ázsiai börzét. Ebben a munkamegosztásban nincsen helye apró, regionális, országos börzéknek.

Az értéktőzsdek világában már sokkal több minden történt, jóllehet még ezek esetében sem lehet látni a végső megoldást.

Már 1999 szeptemberében nyolc vezető európai részvénytőzsde is megállapodott abban, hogy elektronikus hálózattal összeköti rendszereiket és egységesíti ajánlati könyveiket. Ezzel a tervek szerint már 2000 novemberétől lehetővé vált volna, hogy a tőzsdetagok egyszerre kereskedhessenek a nyolc piac vezető papírjaival. A megállapodás ugyanakkor több fontos kérdést is nyitva hagyott.

Az európai tőzsdék integrációjának folyamata már 1998-ban elindult. Júliusban a londoni LSE és a frankfurti DB részvénytőzsdék bejelentették, hogy stratégiai szövetségre lépnek egy közös elektronikus kereskedési rendszer létrehozása érdekében. A közeledés azonban elvi és technikai nézeteltérések miatt csak nagyon vontatottan haladt, és emiatt sok kritika érte a feleket. 1999 májusában hat további - a párizsi, a madridi, a milánói, az amszterdami, a brüsszeli és a zürichi - értéktőzsde csatlakozott a megállapodáshoz. A megállapodás azonban sok kérdést nem válaszolt meg. Nem született döntés a közös elszámolórendszer típusáról sem. A két páneurópai elszámolóház - a European Clearing House és a Euroclear - versengett egymással azért, hogy a létrehozandó szupertőzsde rajta keresztül bonyolítsa forgalmát. Emellett több index is pályázhatott volna a referenciaindex szerepére. A tervezett egyesült tőzsde végül is nem indult el, részben a frankfurti és a londoni tőzsde ellentétei miatt.

A szintén komolyan felmerült londoni és a frankfurti tőzsde egyesülésétől (iX) az angol fél lépett vissza, amire a németek azzal reagáltak, hogy kiszivárogtatták: ellenajánlatot nyújtanak be az LSE-részvényekre 1 milliárd angol font összértékben. Az egyesítés útjában annyi akadály állt, hogy a piaci szereplők egy része sosem volt egészen meggyőződve arról, hogy az összefonódás valaha lezajlik, és létrejön az iX-nek elnevezett, 4 ezer milliárd eurót meghaladó összkapitalizációjú európai szuperpiac. Az indoklás szerint az egyesülés túl sok szabályozási és adminisztratív problémával járt volna, és egyre többen vonták kétségbe lehetséges előnyeit is.

Az LSE részvényeire közben a svéd OM-csoport is szállt ringbe, amikor ellenséges vételi ajánlatot tett a papírokra, mintegy 800-830 millió font összértékben.

Időközben, 2000 szeptemberében létrejött Európa második legnagyobb és sorban az első összeurópai tőzsdéje, a Euronext a párizsi, az amszterdami és a brüsszeli értéktőzsde

egyesítéséből, amely 60 százalékban a párizsi, 32 százalékban az amszterdami és 8 százalékban a brüsszeli börze tulajdona. A bevezetett részvények összértéke mintegy 2500 milliárd euró, a 10 300 milliárdra becsült összeurópai kapitalizáció negyede. 2000. során 111 új részvényt vezettek be a Euronext-piacra, közülük 18 volt "külföldi", vagyis nem francia, belga vagy holland társaságé. A forgalom 2000-ben 1706,67 milliárd eurót tett ki, szemben a három tőzsde egy évvel korábbi 1073,44 milliárd eurós összforgalmával. Az ügyletek száma 58,3 százalékkal emelkedett. A Euronexten jegyzett társaságok tavaly 89,3 milliárd euró új tőkét vontak be, 23,2 százalékkal többet, mint 1999-ben.

2001 januárjában a folyamatosan negatív csúcsokat döntő amerikai Nasdaq érdeklődni kezdett Easdaq - a Nasdaq mintájára létrehozott európai minipiac - többségi tulajdonának megvásárlása iránt. Célja az európai piacra való bekerülés volt. A Nasdaq eredetileg a London-Frankfurt összefonódás végtermékével, a végül is megghiúsult iX-szel kívánt együttműködni. Az egyesülés megghiúsulása után egy darabig a Deutsche Börse volt a célpont, ám német tőzsde erejét saját nyilvános részvénykibocsátásának megszervezése kötötte le, ezért nem kezdték meg a tárgyalásokat a Nasdaq által kiszabott egy hónapos határidőn belül. A Nasdaq figyelme ezután a londoni tőzsde felé (is) fordult. Végül 2001. március elején a Nasdaq 58 százalékos többségi tulajdont szerzett az Easdaqban, amely neve Nasdaq Europe lett. A Nasdaq megállapodott a londoni származékos piaccal is arról, hogy a New York-i tőzsdére és a Nasdaqra bevezetett összes részvény határidős kontraktusaival lehet majd kereskedni az amerikai nyitvatartási időn kívül is Európában, amennyiben természetesen ezt az amerikai felügyelet jóváhagyja. A Nasdaq Europe a japán Nasdaq-kal is össze lesz kötve, létrehozva így a világ első globális tőzsdéjét. A cél egy 24 órán át nyitva tartó piac létrehozása. Az európai siker útjában állhat azonban a Nasdaq kereskedési módozata, a Nasdaqon ugyanis a New York-i tőzsdéhez hasonlóan kereskednek, vagyis a brókerek egyben árjegyzők is, így folyamatosan jelzik azt az árat, melyen vennének, és azt is, ahol eladnak. Európában viszont mindenhol az ajánlati könyves megoldást használják, ahol a rendszer automatikusan hozza össze a vevőket és az eladókat. A Nasdaq 2001. nyarára ígérte az Európai Kereskedési Rendszerének rajtját, mely azonban a tervek szerint továbbra is az árjegyzői rendszeren alapul majd. A Nasdaq bejelentette azt is, hogy az Easdaqon kívül három másik tőzsdével is tárgyalásokat folytat (London, Frankfurt, Euronext).

Természetesen a tőzsdei terjeszkedések, felvásárlások területére is igaz, hogy a zuhanó részvénypiacok, és az általános válság a alaposan lelohasztotta a harci kedvet. A legtöbb tőzsde egyelőre kivár, és pozícióinak, és működőképességének megtartására törekszik.

Látható azonban, hogy az európai tőkepiacok globalizációja, amelyet részben a monetáris unió bevezetése gyorsított fel, mégsem teljesen európai, hanem erőtejes amerikai intézményi befolyás mellett látszik kiteljesedni.

2. 2. Táblázat. Jelentősebb belföldi (A.) és határon-átnyúló (B.) bankfúziók az elmúlt években.

A.

Belgium	1992	CGER-AG (Fortis)
	1995	Fortis-SNCI
	1995	KB-Bank van Roeselaere
	1997	BACOB-Paribas Belgium
		CERA-Indosuez Belgium
	1998	KBC (KB-CERA-ABB)
	2001	Dexia-BACOB
Dánia	1990	Den Danske Bank
		Unibank (Privatbanken, Sparekassen, Andelsbanken)
	1999	Unibank-TrygBaltica
Finnország	2000	Danske Bank-RealDanmark
	1995	Merita Bank (KOP-Union Bank of Finland)
Franciaország	1996	Crédit Agricole-Indosuez
	1999	BNP-Paribas
Németország	1997	Bayerische Vereinsbank
	2001	Hypo-Bank (HBV)
		Allianz-Dresdner
Olaszország	1992	Banca di Roma (Banco di Roma, Cassa di Risparmio di Roma, Banco di Santo Spirito) San Paolo-Crediop
	1995	Credito Romagnolo (Rolo)-Credito Italiano (UniCredito)
	1997	Ambroveneto-Caripio (Intesa)
	1999	Sao Paolo-IMI
		Intesa-BCI
	2000	Sao PaoloIMI-Banca di Napoli
		Banca di Roma-Bipop (Capitalia)
Hollandia	1992	ABN-AMRO
	1991	NMB-Postbank-ING
Portugália	1995	BCP-BPA
	2000	BCP-BPSM
Spanyolország	1988	BBV (Banco de Vizcaya-Banco de Bilbao)
	1989	Caya de Barcelona-La Caixa
	1992	Banco Central-Banco Hispano
	1994	Santander-Banesto
	1999	Santander-BCH
	1993	BBV-Argentaria (BBVA)
Svédország	1993	
	1997	Nordbanken-Gota Bank
Svájc	1995	CS-Volksbank-Winterthur
	2000	SBC-UBS
Egyesült Királyság	2000	Lloyds-CG-TSB
	2001	RBS-Nat West

		Barclays-Woolwich Abbey Nat.-Scottish Provident Halifax-Bank of Scotland (HBOS)
--	--	---

B.

VEVŐ	CÉL
Deutsche Bank	Morgan Grenfell
ING Bank	Barings
Swiss Bank Corp	Warburg, O'Connor, Brinson, Dillon Read
Dresdner	Kleinwort Benson
ABN-AMRO	Hoare Govett
UNIBANK	ABB Aros
Merril Lynch	Smith New Court
	FG (Spain), MAM
Morgan Stanley Dean Witter	AB Asesores
CSFB	BZW (equity part)
Société Générale	Hambros
Citigroup	Schroder
Chase	Robert Fleming
ING	Chaterhouse Securities
DEXIA (B, F)	Crédit Communal (B), Crédit Local (F), BIL (L), Crediop (I), BACOB (B)
BACOB (B)	Paribas (NL)
ING (NL)	BBL (B), BHF (G)
GENERALE BANK (B)	Crédit Lyonnais (NL), Hambros (UK, corporate)
FORTIS (B, NL)	AMEV+Mees Pierson (NL)/CGER/SNCI (B)/Generale Bank (B)
NORDBANKEN (S)	Merita (F), Unidanmark (DK), Christiania (N)
BSCH (E)	Champalimaud (P)
HSBC (UK)	CCF (F)
Hypovereinsbank (D)	Bank Austria-Creditanstalt (A)

Forrás: ECB, Frankfurt, 2002

2. 3. Változások a pénzügyi szolgáltatások természetében

A pénzügyi szolgáltatások fejlődése a kilencvenes évektől fogva bizony sok fejfájást okoznak az Európai Bizottság és a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság szakértőinek, akiknek

jogi rendelkezésekbe kell foglalniuk a pénzügyi szolgáltatások szabályozását és felügyeleti alapelveit. A problémájuk abból adódik, hogy ennek a szektornak a fejlődése nagyságrendekkel gyorsabb, mint az azt lekövető szabályozási folyamat. A bázeli bankfelügyeleti irányelveket épp most reformálják meg, és az Európai Unió is pénzügyi szolgáltatási és tőkepiaci szabályozási reformjának kellős közepén áll.

A negyvenes évek közepén a bankvilág éppen olyan volt, mint előtte évszázadokig. A bankár személyesen ismerte ügyfeleit, nem csábította el a másik bank ügyfelét, és nem dokumentálta a hiteleket. Pár évtized telt el, s ezalatt a bankok nemzetközivé váltak, megjelent a hitelkártya, és egyre fontosabb lett a miniatürizálás. Megjelentek, majd méretben egyre kisebbé, teljesítményben egyre nagyobbá váltak a számítógépek, mindennapi eszközzé vált a mobiltelefon, és elkezdtek kiépíteni a távközlési hálózatokat. A kilencvenes években felgyorsulnak a változások. A számítógép teljesítménye lehetővé teszi, hogy hitelelemzést végezzenek rajta, mielőtt döntenek, ki kapjon hitelt.

Az utóbbi években tehát különösen felgyorsult jelenségek közül megemlíthető a globalizációs folyamat kísérőjeként a pénzügyi konglomerátumok kialakulása (erről a jelenségről részletesebben szólunk a következő oldalakon), a fokozódó dezintermediáció (vagyis a pénzügyi közvetítői rendszer kiváltása saját vállalati tevékenységekkel), a származékos termékek burjánzása, és az egyre kiterjedtebb virtualizáció, vagyis a régi bankár alapelvnek „ismerd az ügyfeled” a totális háttérbe szorulása, nem csak az üzemmért növekedése miatt, hanem elsősorban az új technológiák (telefonos banking, e-banking, stb.)

Az utóbbi évek legjelentősebb trendjei közé tartozik a pénz- és tőkepiacokon aktív közvetítő intézmények kapcsolatának egyre szorosabbá válása, ami jelenti egyrészt a határokon átnyúló kapcsolatok felerősödését, másrészt a szektorok közötti határvonalak elmosódását, harmadrészt pedig a többtípusú pénzügyi szolgáltatóból álló pénzügyi konglomerátumok létrejöttét. [Horváth E. – Szombati A., 2000] Az információs technika fejlődése és a pénzügyi piacokon zajló dereguláció folyamata is egyértelműen ebbe az irányba viszi a szereplőket. A piacon végbemenő fúziók során kialakuló nagy, nemzetközi pénzügyi szolgáltatók ritkán maradnak meg egy szektor keretein belül, pénzügyi konglomerátumok létrehozásával igyekeznek akár a vállalati, akár a retail ügyfelek mindenfajta pénzügyi igényének egy ponton történő kielégítésére. A pénzügyi konglomerátumok térnyerése az elmúlt évtizedben rendkívül látványos volt.

A pénzügyi piaci tendenciák közül a szereplők tevékenységének konvergenciája, az ebből fakadó magasabb „fertőzési” veszély, a létrejövő pénzügyi konglomerátumok összetettsége és tevékenységének nagyságrendje, illetve a szabályozási arbitrázsra való törekvés emelhető ki a szabályozókra váró megoldandó problémák közül. Mindezt egy olyan környezetben kell végrehajtani, ahol a nemzeti határok fizikailag és a pénzügyi intézmények tevékenységi körét tekintve is egyre inkább elmosódnak. Az egyik legnagyobb kihívás tehát a főként még mindig nemzeti alapon szerveződő felügyeleti hatóságok együttműködésének megalapozása, illetve a piaci szereplők teljes körű ellenőrzésének biztosítása. Ennek megvalósítása során problémaként jelentkezhet a hagyományosan nagyrészt továbbra is tevékenységi alapon felálló felügyeleti struktúrából fakadó széttagság. Mind a csoportokon belüli, mind pedig a független szereplők által, üzleti alapon megkötött egymás közötti ügyletek – a megvalósulás és a motiváció sokfélesége miatt – megalapozottá teszik az igényt a befektetői érdekek védelmének szektorok felett álló képviselőjében a hatékonyság fokozására. A három, korábbiakban viszonylag elkülönült pénzügyi terület, a banki tevékenység, a biztosítás, illetve az értékpapír-kereskedelem a korábbi, intézményi szintű különállással szakítva – a szabályozás kedvező változásaival összhangban – egyre változatosabb formában és egyre jelentősebben kezdett közeledni egymáshoz. Ez nem csupán szervezeti szempontú, a tulajdonviszonyokat érintő változást jelentett, de az egyes intézmények tevékenységében is egyre nagyobb mértékben jelentek meg a többi szektor által kínált termékek és szolgáltatások. Elsősorban a bankoknak kellett szembenézniük a másik két szektor által kínált, a betéti termékekhez nagyon hasonló megtakarítási konstrukciók keltette versennyel, de az univerzálisbankok által kínált értékpapír-szolgáltatások mutatják, hogy a tevékenységi korlátok kiszélesítése az ellenkező irányba is folyik.

A tevékenységi-intézményi konvergencia annál erősebb egy adott területen, minél nagyobb fokú a különböző szektorok tevékenységeinek szervezeti egységesülése, hiszen ekkor van a legnagyobb lehetőség a tevékenység folyamatos összehangolására. Ilyen értelemben maximális konvergenciáról akkor beszélhetünk, amikor olyan szervezetek jönnek létre, amelyek mindhárom említett pénzügyi tevékenységet közös irányítás alatt végzik. A több szektort képviselő intézmények közül elterjedtségükből adódóan kiemelkedő jelentőségűek az úgynevezett pénzügyi konglomerátumok, amelyek holding formában működtetik az egyes területeket képviselő tagvállalataikat. A konvergencia alacsonyabb fokán szervezetileg önálló intézmények kölcsönös érdekeiket felismerve valamilyen formában

együttműködni, ami lehet közös megjelenés az ügyfelek felé, de egymással fenntartott üzleti kapcsolat is. (A konglomerátumokról és szabályozási és a rájuk vonatkozó szabályozási kihívásokról, lásd még az 5. 2. 7. fejezetet.)

A pénzügyi szolgáltatások terén lejátszódó ezen fejlemények szintén a már jól ismert okokra (vagyis a globalizáció, technológia robbanás, verseny fokozódása) vezethető vissza. Európában mind a keresleti, mind a kínálati oldal alapján részvénytőzsdák igen jelentős élénkülése várható a következő években.⁴¹

Már most egy angolszász típusú részvényesi kultúra körvonalai látszanak kibontakozni a kontinensen is. Németországot tradicionálisan a részvényekkel szemben ellenséges gazdasági struktúrának tekintették, mégis, az elmúlt időszak két nagy kibocsátása, a Deutsche Telekom és a Lufthansa óriási érdeklődésnek örvendett a korábban sztereotípián banki megtakarítóknak tartott német befektetők körében. (Mint később látni fogjuk, azonban a tőzsdérfolyamok zuhanása miatt a masszív tőkepiaci privatizációnak a befektetési kultúrára való hatása is eródálódhat.)

A kínálati oldalról elősegítik e befektetői kultúra izmosodását a nagyprivatizációk. A privatizált illetve privatizálandó telekommunikációs és infrastruktúra vállalatok értéke a megtakarítások szignifikáns hányadát teszi ki, és blue chip cégekről lévén szó, ez a részvényekre irányítja mind a magán, mind az intézményi befektetők figyelmét.

A német és olasz gazdaság gerincét alkotó jelenleg főleg családi tulajdonú közép- és nagyvállalatok részint tőkegyűjtés céljából, részint az alapító vállalkozók kiöregedése miatt várhatóan növekvő arányban nyilvános részvénytársasággá alakulnak majd át. Az angol és a német tőzsde kapitalizációja közötti különbség nem a nagyvállalatokkal magyarázható, hiszen ezek Németországban is tőkeerősek, hanem azzal, hogy a Mittelstand angol megfelelői többnyire tőzsdére bevezetett részvénytársaságok. Amennyiben ez a folyamat Németországban is végbemegy, a két tőzsde kapitalizációjának aránya közelíthet a két ország GDP-jének arányához.

⁴¹ The euro: integrating financial services, August 2000, ECB brochure.

A maastrichti kritériumok konzekvens betartása jelentősen redukálni fogja az európai államadósságot, azaz az államkötvények kínálatát. Ez valószínűleg az államkötvény hozamának eséséhez fog vezetni, s ezt a folyamatot erősíti, hogy a monetárisunió az árfolyamkockázat kiküszöbölésével az európai államkötvény piacokat likvidebbé és hatékonyabbá fogja tenni. Az államkötvények vonzerejének csökkenése bizonyos mértékig csak átrendeződését okoz majd a most még alulfejtett vállalati kötvények javára, de nem kétséges, hogy a jelenlegi állampapírokba fektetett tőkék nem kis része részvényekbe fog áramlani.

A világgazdasági átrendeződési folyamatoknak is nagyon érdekes hatásai lehetnek a pénzügyi rendszerre, illetve a befektetők preferenciáira. A jelenlegi kilátások az elkövetkező évek lassú fejlődésére vonatkozóan a fix hozamú befektetések felé fogja elvinni a trendet, főképp Amerikában. Ennek legfőbb oka, hogy az adósságot megtestesítő papírok tartói elsődlegességet élveznek a részvényesekhez képest a pénzügyi követelések kielégítése sorában. Ennek különösen fontos hatása van a beruházásokra egy olyan bizonytalan üzleti környezetben, mint ami jelenleg tapasztalható a világban, de főleg Észak-Amerikában. Az elkövetkezendő években várható „fix megtérülésű befektetési időszaknak” fontos hatásai lesznek az árfolyam-, és monetáris politikákra, valamint tovább gyengíthetik a részvényárfolyamokat is.

Kontinens-szerte megfigyelhető az intézményi befektetők térnyerése (ebben Európa még mindig jelentős lemaradásban van az USA-hoz képest), elsősorban a magán nyugdíjalapok terjedése révén. Ezek az Egyesült Államokban a tőzsdék meghatározó játékosai, és terjedésük igen valószínű, hiszen Európa demográfiai viszonyait ismerve a felosztó-kirovó rendszerek reformja elkerülhetetlen.

Ez óriási kihívást fog jelenteni az európai tőkepiacok számára. Jelenleg Európában mintegy harminc tőzsde működik, míg a jóval nagyobb amerikai részvénytőzsdén csak kilenc, s ebből öt teljesen irreleváns. Mivel legalább is a blue chip kategóriában a befektetői kör és a forgalom is európai illetve globális léptékű lesz, a szentimentalizmuson kívül nem sok motiváció lesz arra, hogy az – előző példát folytatva – a Fiat ne vezettesse ki magát a milánói tőzsdéről a magasabb szintű szolgáltatást nyújtó London esetleg Frankfurt kedvéért. A második fázis az, amikor a nemzeti tőzsdén történt forgalom már nem játszik áralakító szerepet, csak arbitrázs révén passzívan követi a Londonban vagy más

nemzetközi piacokon kialakult árat, s ezáltal egyre inkább irrelevánssá válik, míg végül a vállalat dönt a kivezetésről. Ez tulajdonképpen egyfajta kontraszelekciót indít meg, mivel ezzel a lehetőséggel csak azok a cégek fognak élni, akik a leginkább európai illetve globális szintű befektetők érdeklődésére tarthatnak számot, és értelemszerűen valószínűleg ezek a legnagyobb kapitalizációjú, dinamikus világpiacra orientált cégek, amelyek a helyi tőkepiacok zászlóshajói.

Figyelembe kell venni azonban azt is, hogy az irrelevánssá válás veszélye nem csak a kis tőzsdéket fenyegetheti a nagyokkal szemben, hanem mérettől függetlenül a tőzsdét, mint intézményt az Internet alapú kereskedési rendszerekkel szemben. A tőzsde legfontosabb szolgáltatása a központosított elszámolás és a transzparens, szabályozott áralakítás. Ez a walrasi gazdaságban automatikusan teljesül, specializált intézmény nélkül. A számítástechnika fejlődése egyre nagyobb mértékben küszöböli ki azokat az elsősorban nem tökéletes informáltságon és tranzakciós költségeken alapuló piaci kudarcokat, amelyeknek a tőzsde intézménye a létét köszönheti.

Az euró bevezetése egyes folyamatokat tovább erősített és fog erősíteni. Például a vállalatok kötvénykibocsátási kedvének fokozásával (nagyobb és likvidebb euró-piac) a banki finanszírozás súlya tovább csökkent és csökken.

A transznacionalizálódás és a globalizáció kialakít egy sajátos pénzügyi-technikai világhálózatot, amelynek részei a pénzügyi szolgáltatók, a piacok, az elszámolási rendszerek és természetesen a befektetők, sőt a szabályozásért és a pénzügyi rendszer felügyeletéért felelős hatóságok is. Mindezeknek a szereplőknek egy nyelvet kell beszélniük előbb-utóbb. Ezt a globalizációs folyamat saját magától ki fogja kényszeríteni. A közös nyelv közös kereskedési platformokat jelent a tőzsdéken, azonos felügyeleti elveket, azonos piaci bevezetési szabályokat és számviteli sztenderdeket a világ minden pontján, azonos vállalatirányítási, kockázatelemezési elveket a pénzügyi szolgáltatók számára, és így tovább.

A fejlődés és az egységesülés egyik legfontosabb motorja pedig a technológia, amelynek szerepéről a következő fejezetben szólunk.

3. TECHNOLÓGIAI DIMENZIÓ, az elektronikus forradalom

3. 1. Az információtechnológia és a pénzügyi szolgáltatások

Ebben a fejezetben egy korántsem átfogó, és a technikai részleteket mellőző leírását kívánom csupán adni a címben foglalt jelenségnek. Ez a terület önmagában könyvtárnyi terjedelmű leírásokat igényelne az alapos megértéshez. Az elektronikus pénzügyi szolgáltatások technológiájának a leírása pedig kiváló számítástechnikai ismereteket feltételezne. Ezért tartózkodom ezektől az elemektől, és csak egyes – esetenként önkényes alapon kiragadott – aspektusait (az infotechnológiának a hatékonyságra való hatása, felügyelet problémái, a biztonság kérdése) villantom fel a témának. A fejezetet két részre osztottam: az első részben megkísérlem az infotechnológiának a pénzügyi szolgáltatókra (elsősorban a bankokra gyakorolt hatásokat) áttekinteni, a második részben pedig a piaci keretrendszerre, illetve a fizetési rendszerekre való hatását számba venni. A felosztás oka az, hogy a záró fejezet analógiájára megpróbáltam a piaci szereplőket, illetve a környezetüket külön-külön vizsgálni, de elismerem, hogy a felosztás egyáltalán nem egyértelmű, és nem könnyű. Ha például az elektronikus pénzről, vagy az ún. smartcardokról beszélek, azokat tekinthetem a bankok egyik e-pénzügyi termékének is, de a fizetési forgalmat lebonyolító eszközöknek is.

Kezdsnek vizsgáljuk meg röviden az infotechnológia és a hatékonyság összefüggését! Az amerikai gazdaság versenyelőnyét részben éppen az információtechnológiai szegmensének fejlettebb volta magyarázza. Az európai termék-, és munkaerőpiacok viszonylagos merevségével indokolható, hogy az infokommunikáció terjedése lassabb, illetve, hogy nehezebben születnek meg azok a szervezeti változások, amelyek az infokommunikáció lehető leghatékonyabb kihasználását lehetővé tennék.

Hosszabb távon szemlélve az eseményeket azonban mindez azt jelenti, hogy Európának tartogat nagyobb fejlődési lehetőségeket az infokommunikáció, hiszen itt van nagyobb szükség a széttöredezett piacok egységesítésére, a protekcionizmus és a hatékonytalanságok lebontására, a szervezeti átalakítások végrehajtására. Európában tehát nagyobb tere van a hatékonyságnövelésnek. Az infokommunikáció fokozottabb alkalmazása azonban nem lesz egyedül megfelelő gyógyír, gazdasági reformoknak és strukturális átalakításoknak is kísérniük kell.

Az új évezred első évében nemcsak az *új gazdaság* növekedési és profitkilátásai romlottak drámaian, de a jelenség pusztá léte is megkérdőjeleződött. A dotcom cégek összeomlása után „buborékgazdaságról” kezdtek beszélni, amely legalább annyira rosszul definiált, mint az *új gazdaság*, csak éppen pejoratív felhang társul hozzá. Egyetértünk azonban azokkal a szerzőkkel [Szabó, 2002] akik szerint *új gazdaság* temetése elsietett és alaptalan. Miközben a recesszió a túlértékelt dotcom cégek egy részét végleg kiiktatja, más részüket drasztikusan leértékeli, nagy lendülettel folyik a gazdaság egészének informatizálódása és technológiai megújulása.

A „digitalizált gazdaság” ma már nem kapcsolható egy meghatározott szektorhoz vagy iparághoz. Az olajipartól az acélgyártáson keresztül a turizmusig a leghagyományosabb és legrégebb ágazatok körében kezdenek uralkodóvá válni az *e-gazdaság* játékszabályai.

3. 1. Táblázat.

Információs és kommunikációs technológiai kiadások a GDP százalékában.

Ország	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
--------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Belgium	3.7	3.5	3.8	3.9	4.2	4.5	4.9	4.8	5.2	5.6
Dánia	4.2	3.9	4.3	4.3	5.0	5.2	5.6	5.6	5.7	6.1
Németorsz.	5.0	4.8	5.2	5.2	4.3	4.2	4.5	4.9	5.2	5.7
Görögország	2.4	2.4	2.8	2.8	3.7	3.9	4.0	4.9	5.3	6.0
Spanyolorsz	2.9	2.7	3.2	3.1	3.4	3.7	5.0	5.2	5.8	6.3
Franciaorsz.	4.0	3.8	4.2	4.3	4.4	4.5	4.8	5.1	5.5	6.1
Írország	4.4	4.1	4.8	4.8	5.4	5.6	5.7	5.2	4.9	4.8
Olaszország	2.5	2.5	3.2	3.2	3.7	3.7	3.9	4.4	4.8	5.3
Luxemburg										
Hollandia	4.6	4.3	4.7	4.8	5.1	5.5	5.9	5.8	6.1	6.6
Ausztria	3.5	3.4	3.7	3.8	3.6	3.9	4.4	4.9	5.4	5.8
Portugália	3.6	3.4	4.2	4.5	4.4	4.5	5.4	5.9	6.0	6.6
Finnország	2.7	3.1	4.2	4.2	4.7	5.0	5.5	5.7	6.0	6.0
Svédország	4.2	4.0	5.6	5.7	5.9	6.0	6.5	7.1	7.2	7.4
UK	4.7	4.7	5.4	5.4	5.8	6.1	5.9	6.0	6.3	6.5
EU-15	3.6	3.6	3.7	4.2	4.4	4.5	4.9	5.2	5.6	6.0
USA	5.7	5.7	5.6	5.6	6.5	7.1	7.5	6.6	6.5	5.9
Japán	4.4	4.4	3.8	3.9	4.3	4.6	4.7	5.0	4.1	4.3

Megjegyzés: Információs Technológia (computer, hardver, irodai berendezések, adat kommunikációs hardver, szoftver termékek és szolgáltatások), és telekommunikációs berendezések és szolgáltatások.

Forrás: ECB

Az internet haszna nem mindig fejezhető ki pénzben, noha célirányos vizsgálatokkal természetesen az internethasználatnak betudható költségcsökkentést ki lehetne mutatni. A világhálónak köszönhető haszon a fogyasztók kényelmében, idő- és pénzmegtakarításában jelentkezik. De ezek a fogyasztónál jelentkező hasznosságnövekmények sem foghatók meg a GDP növekedésében. Az informatizálás sokféle módon anélkül növeli a hagyományos szektorok termékeinek hasznosságát, hogy ezzel arányosan növelné az áraikat vagy kimutatott értéküket. A hasznosság azonban valószínűsíthetően növekszik

- a termék minőségi paramétereinek javításával,
- élettartamának meghosszabbításával, illetve meghibásodásának kiküszöbölése révén,
- a termék testre szabásával, egyénekhez igazításával.

3. 2. Táblázat. Egyes E-pénzügyi mutatók (1999)

GNP/fő (USA:100)	Internet- használók a lakosság %-ban	Mobiltelefonok/ 100 lakos	Online szolgáltatást is használó banki ügyfelek (%)	Elektronikus brókertranza kciók az összes %- ában

Ausztrália	75	32	34	4	22
Finnország	71	41	65		
Németország	74	18	29	12	32
Japán	79	21	45		32
Svédország	69	41	58	31	55
UK	70	21	46	6	26
USA	100	27	31	6	56
Hong Kong	71	36	64	2	1
Korea	49	23	50		85
Szingapúr	70	24	42	5	10
Argentína	37	2	12		
Brazília	21	2	9	4	6
Kína	11	1	3		3
Csehország	40	7	19	3	
India	7	0	0		2
Malajzia	24	7	14	<1	
Mexikó	25	2	8	4	41
Nigéria	2	0	0		
Lengyelorsz.	26	5	10	<1	
Dél-Afrika	27	4	12		

Forrás : BIS becslés, Világbank

Vannak azonban, mint pl. Vijselaar és Albers, akik tagadják az információtechnológia termelékenység-növelő hatását. Mint megállapítják, vizsgálataik szerint az infotechnológiának egyre növekvő jelentősége volt a 90-es évek során az európai növekedésben. Ugyanakkor, mint mondják, nincs okunk azt hinni, hogy az elmúlt évtizedben az infokommunikációba történt hatalmas méretű befektetések össz gazdasági szinten a termelékenység növekedését eredményezték.⁴²

Igazán nagy megtakarítást az elektronikus csatornák alkalmazása a vállalkozások számára akkor fog jelenteni, ha mondjuk egy áramszolgáltató vagy bármilyen más cég a fogyasztásról szóló számlát elektronikus levélben fogja kiküldeni a fogyasztónak, aki szintén elektronikus úton kezdeményezi majd az átutalást, jelentős mértékben csökkentve az adminisztratív kiadásokat.

A technológia rohamos fejlődése kétségtelenül megváltoztatta a pénzügyi szolgáltatások számos aspektusát is. Az információ gyűjtésének, tárolásának, feldolgozásának, továbbításának és szétterítésének technológiai jellemzői gyökeres változásokon estek át.

⁴² Focco Vijselaar, Ronald Albers: New technologies and productivity growth in the Euro area 6. o., February 2002, ECB Working paper No. 122, European Central Bank, Frankfurt.

Az információtechnológia fejlődése nagyon leegyszerűsítve kettős hatással volt a pénzügyi szolgáltatókra. Először is csökkentették az információ kezelésével (gyűjtés, tárolás, feldolgozás, továbbítás) kapcsolatos költségeket, azáltal, hogy a papíralapú munkaigényes módszereket automatizálták. Másrészt módosították az ügyfeleknek a pénzügyi-szolgáltatási termékekhez való hozzájutásának lehetőségeit, főképp az automatizált csatornákon keresztül (távolsági pénzügyi szolgáltatás). Amíg viszont az információkezelésben bekövetkező javulás már hosszú történelemre tekint vissza, a távolsági pénzügyi szolgáltatások elterjedése egy sokkal újabb jelenség.

3. 3. Táblázat

Működési költségek az eszközök százalékában

	1993-1997	1998	1999	2000
E-banking vezetők ¹	1.8	1.5	1.4	1.4
Közép Európa ²	1.6	1.5	1.6	1.8
Egyesült Államok	3.2	3.1	3.1	3.1
Hong Kong és	1.2	1.3	1.3	1.2
Szingapúr	2.2	2.5	2.1	1.9
Kelet-Ázsia ³	6.2	5.3	5.4	5.8
Latin-Amerika ⁴	2.9	3.2	3.1	2.7

¹Finnország, Norvégia, és Svédország szimpla átlag.

²Franciaország, Németország, Olaszország, és az Egyesült Királyság átlaga.

³Indonézia, Korea, Malaysia, Fülöp-szigetek, és Thaiföld átlag.

⁴Argentína, Brazília, Chile, Columbia, Mexikó, és Peru átlag.

⁵Cseh Köztársaság, Magyarország és Lengyelország átlag.

Forrás: Fitch-IBCA

Távolsági pénzügyi szolgáltatást ma már minden jelentősebb intézmény nyújt az Európai Unióban. Például a legtöbb lakossági banki szolgáltatás már automatikusan az ATM-gépeken vagy telefonon keresztül is igénybe lehet venni.

Az Európai Unión belül azért még nagyok a különbségek mind a nyújtott távolsági pénzügyi szolgáltatások körének, mind a társadalmi elfogadottságuknak a tekintetében. Az on-line számítógépes és az Internet banki és befektetési szolgáltatások még nem terjedtek el széles körben. Habár a legnagyobb bankok és befektetési szolgáltatók weboldalukon az információk mellett nyújtanak ilyen jellegű szolgáltatásokat is. Az viszont általánosan elfogadott vélemény, hogy a legnagyobb növekedési potenciállal az Internet-banking és befektetési szolgáltatás rendelkezik, egyre szofisztikáltabb termékeket foglalva magába.⁴³

⁴³ The effects of technology on the EU banking system, ECB, July 1999, Frankfurt

Az elektromos pénz használatának elterjedése az előzetes várakozásokhoz képest lassabbnak bizonyult. Ennek az oka a kiskereskedők húzódozása, a költség és biztonsági megfontolások, a határon átnyúló kompatibilitás hiánya és a szabályozási keretrendszer kidolgozatlansága. Azonban egészen bizonyos, hogy amint az e-pénz használata elér egy bizonyos kritikus tömeget, az események jelentősen fel fognak gyorsulni. Mivel a bankok befektetési szolgáltatók és biztosítók legtöbbszörnek nincs semmiféle befolyása a technológiai fejlődésre, legfőbb céljuk az új technológiákhoz való alkalmazkodás.

A technológiai fejlődés a következő lehetőségeket nyújtja a pénzügyi szolgáltatók számára:

1. Az egy tranzakcióra jutó költségek jelentős mértékben csökkennek. A becslések szerint az Internet-banking tranzakciós költsége 1-25%-a, a telefon-banking egységnyi tranzakciós költsége 40-71%-a a normál manuális tranzakció egységnyi költségének. A pénzügyi szolgáltatók a legnagyobb költségmegtakarítást a lakossági értékpapír és fizetési üzletágban várják.

A költségmegtakarítás és jövedelmezőség mértékét illetően azonban elég nagy a bizonytalanság a szolgáltatók körében. Az új pénzügyi-szolgáltatási technológiák fogyasztói elfogadása egyelőre bizonytalan és lehet, hogy csak lassan fog megerősödni. A modern hardver és szoftver befektetések költségigénye igen magas, és ezek a költségek az új verziók bevezetésekor minden alkalommal jelentkeznek. Ráadásul az új információs technológiát használni tudó alkalmazottak bérköltsége is jellemzően magasabb.

2. Új, alapvetően globális marketing és tranzakciós eszközöket biztosít az IT a pénzügyi szolgáltatók számára, piaci részesedésük növelésére.

3. Az ügyfelek szokásai és szükségleteire vonatkozó információk feldolgozásához hatékonyabb eszközöket nyernek a pénzügyi szolgáltatók.

4. Jobb lehetőségeket kapnak a pénzügyi szolgáltatók arra, hogy tevékenységüket új üzleti területekre terjesszék ki. (pl. elektronikus kereskedelem és nem pénzügyi szolgáltatások).

5. A pénzügyi szolgáltatók belső információfeldolgozási és kockázatkezelési rendszerei jobbak lesznek.

Ezzel együtt a technológiai fejlődés az alábbi stratégiai kihívások elé állítja a pénzügyi szolgáltatókat.

1. A távolsági-pénzügyi szolgáltatásnyújtás kiegészítőből alaptevékenységgé válhat közép vagy hosszútávon. Ezért amennyiben sikertelennek bizonyul ennek az üzletágnak a bevezetése, az komoly negatív következményekkel járhat az intézmény piaci pozícióját tekintve.

2. Az ügyfelek lojalitása csökkenhet azáltal, hogy azok számos versenyző pénzügyi szolgáltató kínálatához találnak gyors és olcsó utat. Egyelőre azonban nem figyelhető meg a piacon az ügyfelek lojalitásának jelentős csökkenése.

3. A távolsági-pénzügyi szolgáltatások elterjedésével nő az adott szektoron belüli verseny, ráadásul jellemzően megjelennek a szektoron kívüli versenytársak is (alapok, áruházláncok).

A technológiai fejlődés és a távolsági-pénzügyi szolgáltatásnyújtás a versenyt két szempontból módosítja. A keresleti oldalon az ügyfelek sokkal könnyebben és olcsóbban kapnak információt a különböző intézmények által nyújtott termékekről és szolgáltatásokról, azokat igen könnyen össze tudják hasonlítani.

A versenyt a kínálati oldalról az növeli, hogy a lakossági üzletági piacra lépés költségei hihetetlen módon lecsökkentek, mivel távolsági szolgáltatásnyújtás lehetősége mellett nem kell költséges fiókhálózatot létrehozni az ügyfelek kritikus tömegének megszerzéséhez. Mindez azt eredményezi, hogy egészen kis bankok és specializált intézmények is versenyképesek lehetnek.

Az Európai Unió pénzügyi szolgáltatóinak nagy része az IT erőforrások alkalmazásában egyelőre követő magatartást tanúsít, vagyis IT fejlesztéseit azért eszközli, hogy az elkerülhetetlen kihívásoknak (euró bevezetése, Y2K, kockázatkezelési modellek reformja)

megfeleljen. Nagyon kevés pénzügyi szolgáltató vállalta fel tudatosan, hogy pénzügyi-technológiai vezető legyen.

Vagyis az EU pénzügyi szolgáltatói számára a modern IT alkalmazása még számos lehetőséget tartalmaz, nemcsak belső információfeldolgozási rendszereik, de a távolsági szolgáltatások szélesebb körű alkalmazásának tekintetében is. Ez az alábbi következményekkel járhat a pénzügyi szolgáltatók számára:

1. A fiókhálózatok fokozatos leépítése.
2. A banki személyzet profiljának általános megváltozása, a marketing, az IT és egyéb nagyobb hozzáadott értékű területek irányába.
3. Az IT vonatkozású tevékenységek megnövekedett outsourcingja.
4. Növekvő számú stratégiai szövetség és együttműködési megállapodás létrejötte a pénzügyi szolgáltatók között közös szabványok kialakítására, kompatibilis ATM és univerzális bankkártya-rendszerek kialakítására, annak érdekében, hogy az ügyfelek számára minél szélesebb körben elfogadott fizetési eszközöket tudjanak ajánlani.
5. Stratégiai szövetségek és vegyes vállalatok kialakulása a pénzügyi szolgáltatók az IT cégek és távközlési cégek között a legkorszerűbb IT termékek használatár, a kutatás optimalizálására és a fejlesztési és bevezetési költségek csökkentése érdekében.
6. Növekvő verseny a pénzügyi szolgáltatások területén.

Az információtechnológiai fejlődés módosítja a pénzügyi szolgáltatók kockázati kitettségének jellemzőit. Egyes kockázatok megnőnek, míg mások csökkennek. A stratégiai, a jogi és a működési kockázatok érdemelnek külön figyelmet.

Tekintve, hogy a technológiai fejlődés igen nagy iramú, a bankok ki vannak téve annak a kockázatnak, hogy jelentős összegeket investálnak hardverbe és szoftverbe, ami könnyen nagyon rövid idő alatt idejétmúlttá válhat. További veszély, hogy a magas IT háttérű és költséges új termékek bevezetésekor hibásan mérik fel annak fogyasztói elfogadását.

A jogi kockázat ahhoz a bizonytalansághoz kötődik, ami az új technológiák alkalmazásának, alkalmazhatóságának jogi keretfeltételeivel kapcsolatos (pl. a távolsági pénzügyi szolgáltatás jogi státusza és részletszabályai, a tranzakciók hitelesítésének eszközei és szabályai, az ügyfél magánadatainak védelme, stb.)

A működési kockázat azáltal nőhet meg, hogy a pénzügyi szolgáltatók nem fejlesztik belső irányítási és ellenőrzési rendszereket olyan mértékben, hogy az megfeleljen a környezet által támasztott magasabb kihívásoknak.

A rendszerkockázat is nőhet, hiszen a rohamosan fejlődő technológia egyre erősebben köti össze az egyes intézményeket az azonos hardver és szoftver platformokon, az erősödő sztenderdizáláson, és a növekvő mértékű stratégiai szövetségeken, vegyes vállalat-alapításokon keresztül is.

A technológia fejlődésének jelentős hatása van a pénzügyi szolgáltatók prudenciális szabályozására és felügyeletére is. E tekintetben a jogi kockázat csökkentése az egyik legfontosabb cél. Ezt a szükséges jogszabályok (pl. a pénzügyi szolgáltatások távolság kereskedelméről, az elektronikus aláírásról) meghozatalával kívánta és kívánja orvosolni az Európai Unió.

A működési kockázat kezelésének legmegfelelőbb módszere a megfelelő szabványok elfogadása és elterjesztése. E vonatkozásban fontos szempont a nagyközönség ismereteinek bővítés azokról a lehetőségekről és kockázatokról, amelyeket az információtechnológia nyújt, illetve jelent a pénzügyi szolgáltatások területén.

Az internetes pénzügyi szolgáltatók vonatkozásában az a legfontosabb, hogy az ügyfelek tisztában legyenek azzal, hogy mely pénzügyi szolgáltató van megfelelő prudenciális felügyelet alatt.

A pénzügyi szolgáltatások felügyeletének hangsúlyai is egyre inkább eltolódnak az információtechnológia fejlődése által létrejövő pénzügyi szolgáltatási termékek felügyelete irányába. Ez persze felveti azt is, hogy a pénzügyi felügyelők számára is egyre fontosabb a naprakész IT ismeretek megléte. A felügyeleti kérdésekről valamivel részletesebben szólok még a későbbiekben.

Mielőtt tovább mennénk, azonban szükségesnek érzem legalább néhány szóban összefoglalni az e-pénzügyek jellemzőit, annak érdekében, hogy némi betekintést nyerjünk ezen szolgáltatások tényleges működésébe!

Az e-pénzügyi (illetve alapvetően az ún. e-banking) szolgáltatások, vagy egy más megfogalmazás szerint elektronikus pénzáttalások (Electronic Funds Transfers, EFT) vizsgálata során rádöbbenünk, hogy manapság a bankokat sokkal inkább információ feldolgozónak és szolgáltatónak, egyáltalán nem csupán pénzkezelőnek kell tekintenünk. A banki üzletág a pénzügyi információk feldolgozását és abból naprakész helyzetjelentések készítését is magában foglalja. Így már érthető az is, miért foglalkozik egy bank szorosan nem a profiljába tartozó tevékenységekkel, mint például a gazdaságkutatás, vagy globális piaci előrejelzések készítése. A huszonegyedik században a bankok ügyfelei egyre inkább megkövetelik, hogy számukra a pénzügyi információk azonnal elérhetővé váljanak. A kereskedelmi bankoknak ezért egyre nagyobb figyelmet kell fordítaniuk az információ technológiára, hogy egyre gyorsabban, egyre pontosabb pénzügyi információkkal tudják ellátni ügyfeleiket. Az ilyen igények kielégítése volt a célja az EFT rendszerek kifejlesztésének. Ezek alapján az e-banki szolgáltatás magában foglalja mind az adatok, mind a pénz elektronikus cseréjét a bankok illetve a bankok és az ügyfelek között.

Az e-banking alkalmazásoknak három fő területe van, amely területek határozottan különböznek az alkalmazók igényeiben, de abban is, hogy mennyire fogadja el az adott piaci szegmens az e-banki szolgáltatásokat. Ez a három terület a következő [Jóföldi, 1997]:

- fogyasztói piac (consumer)
- bankközi piac (interbanking)
- vállalkozások piaca (corporate)

A fogyasztói piac a bankok számára talán a legdinamikusabban bővülő területe. Nem véletlen az, hogy ezen a területen volt a legnagyobb fejlődés. Álljon itt néhány példa az e-banking tevékenységekre:

- pénzkidó automaták (Automated Teller Machines: ATM), pénzkezelő automaták (cash dispenser machines)
- elektronikus bankpénztáros (electronic tellers)
- hitelkártyák (credit card és debit card)

- POS terminálok (Point-of-Sale equipment)
- elektronikus pénz (electronic cash)
- smartcard
- telephone banking
- home banking
- office banking

Az első két alkalmazás nagyon hasonló dolgot takar, csak az általuk nyújtott szolgáltatások mértékében különböznek. Van olyan automata amelyikből csak pénzt tudunk felvenni, a kicsit fejlettebbek már pénz betételére is lehetőséget adnak, a legmodernebbek pedig akár olyan szolgáltatásokat is biztosíthatnak mint például betétek lekötése, vagy átutalások kezdeményezése. A smartcardok illetve az elektronikus pénz alkalmazási lehetőségei a banki alkalmazhatóságon messze túlmutatnak.

Az *e-pénz* igen széles körben felhasználható már most is, és valószínűleg ez a jövőben még inkább így lesz. Néhány olyan terület, ahol lehetséges a felhasználása:

1. készpénzes fizetésnél (hitelkártyák, bankkártyák)
2. telepayment (távfizetés esetében)
 - telefonkártyák
 - teleshopping, telebanking (vásárlás ill. bank elérése számítógépen keresztül)
 - hálózati fizetések
 - SMT (small money transfers: kis összegű átutalások)
3. közlekedésben:
 - autópálya díj beszedésére,
 - parkolási díjak beszedésére,
 - a tömegközlekedésben bérletek, jegyek helyett.

Az e-pénz szoftverrel az ügyfél elektronikus pénzt vehet fel a bankból és azt a saját számítógépén - vagy éppen egy smartcard-on - tárolhatja. A felhasználó bármelyik olyan boltban el tudja költeni a pénzét, amelyik elfogadja az elektronikus pénzt anélkül, hogy számlát nyitna a boltban vagy át kellene küldenie a hitelkártyájának számát. Mivel az e-pénz a valódi készpénzt tökéletesen helyettesíti - ugyanolyan értéket képvisel, mintha készpénzadtunk volna át, nem kell várni a bank visszaigazolására a vevő

fizetőképességéről -, a bolt az igényelt árut vagy szolgáltatást azonnal nyújtani tudja. Az e-pénzzel magánszemélyek egymásnak is utalhatnak át közvetlenül készpénzt. Az e-pénz az egyre szélesebb körben használt titkosítási rendszerre, a digitális aláírásra épül.

A *smartcard*-ok intelligens, mikroprocesszorral és/vagy memóriával ellátott műanyag kártyák, amelyek elterjedése igazi forradalmat jelent mindennapjainkban. A felhasználhatóságuk nagyon széleskörű, egyáltalán nem korlátozódik csupán a banki, pénzügyi felhasználásra. A smartcard technológia magában a pénzügyi szolgáltatások terén is forradalmi változásokat hoz majd. Egyelőre azonban az alkalmazása eléggé gyerekcipőben jár még – a benne rejlő lehetőségekhez képest. Ezzel a technológiával ugyanis lehetőség nyílik a készpénzes műveletek elektronizálására, amelyek a pénzforgalomnak még mindig a túlnyomó többségét teszik ki. A technológia fejlesztésében Franciaország és Japán az élenjárók. Több nagy japán társaság, a Matsushita, a Hitachi és a Fujitsu is jelentős összegeket fektetett be a fejlesztésbe és a gyártásba az elmúlt évtizedben. Az olyan alkalmazások, mint a Nissan Motor Company által az autóit vásárlók részére kibocsátott több millió smartcard felkeltette a közérdeklődést. Minden egyes Nissan smartcard tartalmazza a kocsis szervizelésének adatait, amely adatokat a szerelő egy megfelelő számítógép segítségével könnyen kiolvashat. Egyszerűbben szólva a szervízkönyvet helyettesíti.

A smartcard-okat⁴⁴ már jelenleg is széles körben használják az alábbi területeken:

- Okos telefonkártyák – a nyilvános telefonálást sokkal kényelmesebbé teszik
- Elektronikus pénz – pénzügyi helyettesítésére
- Hozzáférés szabályozás – adatokhoz, programokhoz való hozzáférési jogok elektronikus úton való szabályozása

⁴⁴ A smartcard-oknak alapvetően kétféle típusa létezik. Az ún. intelligens smartcard tartalmaz egy processzort, ami a – hozzákapcsolódó memória segítségével – lehetőséget ad a szükséges információk tárolására és titkosítására, valamint a kártya kibocsátó egyéni alkalmazásának megfelelő programok végrehajtására. Mivel az intelligens kártyáknak írási és olvasási képességei is megvannak, új információk bármikor bevitelre kerülhetnek és feldolgozhatóak. Például a kártyán levő elektronikus pénzügyi mennyisége növelhető vagy csökkenthető a felhasznált alkalmazástól függően. A kártyák másik típusát gyakran memória kártyának is hívják. Ezek a kártyák elsősorban információk tárolására szolgálnak, amelyekről a rajtuk tárolt egységek leemelve kerülnek ki. Léteznek még úgynevezett "contactless" (érintés nélküli) kártyák is, amelyek tartalma távolról is leolvasható, így például jól alkalmazható egy autópályadíj beszedőben. A kártyák biztonsága még magasabb szintre emelhető, ha úgynevezett hibrid kártyákat használunk. Ezek a kártyák a mikrochipen kívül mágnescsíkot, fényképet, rányomtatott nevet és aláírást vagy akár vonalkódot is tartalmazhatnak. Ez nem csak a biztonságot, de a felhasználási területek számát is megnövelheti.

- GSM telefonok – A mobiltelefonok így teszik lehetővé, hogy a számlázás ne egy készülékhez, hanem a kártyához kapcsolódjon. Így a saját számlánkra telefonálhatunk bármelyik készüléken, és az is megvan akadályozva, hogy mások a mi számlánkra telefonáljanak.
- Biztonsági jelek tárolása – titkos kódokat, kulcsokat tárolhatunk rajta
- Egészségügyi adatok – kórtörténet és betegbiztosítási adatok feljegyzésére
- Törzsvásárlók ösztönzése – a vásárlás során pontokat kapunk a vásárlásért, amely pontok függvényében különböző kedvezményekben részesülhetünk egy adott boltban
- Elektronikus levéltárca⁴⁵ – többféle hitel, betét és kereskedelmi számla tárolására
- Kibővített törzsvásárlói ösztönzés – a vásárlói pontokat más az üzletlánchoz tartozó üzletben is felhasználhatja a vásárló
- Intelligens eszköz irányító – a jövő személyre szabottan irányítható, működtethető és elérhető eszközeinek irányítására lenne szükség.

Az *elektronikus banki rendszerek* jellemzője, hogy a bank szolgáltatásait az ügyfél személyes kapcsolat felvétel nélkül (jellemzően otthonról, vagy az irodájából) veheti igénybe, s információs csatornának valamely elektronikus kommunikációs csatornát használ. Az *e-banking rendszereket* két fő csoportra lehet osztani, az *Online-bankingra* illetve *Internet-bankingra*.

Online-bankról akkor beszélünk, ha az ügyfél otthonról, irodájából PC-t, modemet és telefonvonalat használva létesít összeköttetést a bank központi számítógépével. Szükséges, hogy az ügyfél számítógépén telepítsék a bank által rendelkezésre bocsátott szoftvert, mely

⁴⁵ Az elektronikus készpénz megjelenési, tárolási formája, az elektronikus pénztárca. Jellemzően egy változó tartalmat tároló chip-kártya vagy egy online kommunikáló program. Ebben a "pénztárcában" lehet tárolni a kifizetésekre vonatkozó információkat, a pénztárca használójának személyazonosságát igazoló digitális tanúsítványt és a tranzakciók gyorsítása érdekében a szállítási információkat is. A digitális pénztárca használata a vásárló számára előnyös, mivel a benne levő információk a titkosításnak köszönhetően védve vannak az adatkalózkodástól. A pénztárcák egyes fajtái automatikusan rögzítenek bizonyos adatokat a kereskedő webhelyén, a vevő pedig szabadon választhat a kártyás, vagy a csekkkel történő fizetés között. A digitális pénztárca előnyös a kereskedőnek is, mert megvédi őket a csalóktól.

Az e-pénz felvétele, átváltása hasonlít egy bankjegykiadó automatánál végzettekhez, csak hogy a bankok sorozatszámát véletlenszám-generálással készítjük el, ezeket "vakon", egy titkos borítékban aláírjuk a bankkal, hogy elfogadja majd e pénzeket, de ne tudhassa, hogy melyik kié volt, s később mire költötte el. Fizetéskor a vevő elektronikus pénztárcájából a kereskedőébe töltődik át a pénz, amelynek hitelességét a kibocsátó bank ellenőrzi. A kereskedők az összegyűjtött e-cash-t a kibocsátó banknál beválthatják számla- vagy készpénzre, de ugyanezt a vevők is megtehetik. Amennyiben az e-cash rendszer lehetőséget nyújt arra, hogy banki közvetítés nélkül a pénztárca tulajdonosok egymásnak pénzt adjanak át a rendszert nyitottnak hívjuk (ilyen pl. Mondex UK), ellenkező esetben zártnak. Mivel a kormányok ragaszkodnak a pénz nyomon követéséhez és hogy, kizárják a pénzmosás lehetőségét, ezért a zárt rendszereket támogatják.

lehetővé teszi a felhasználó számára a bankszámlájára vonatkozó információk (például: folyószámla-egyenleg, számlaforgalom, stb.) megjelenítését, valamint az ügyfél által kezdeményezett tranzakciók elindítását. Természetesen az adatátvitel nem feltétlenül kell, hogy hagyományos telefonvonalon történjen, az lehet bérelt vonal, ISDN vonal, vagy akár vezeték nélküli mobil, mikrohullámú, sőt műholdas kapcsolat is.

Az Online-banking rendszereknek két fajtája ismeretes: a Home-banking, valamint az Office-banking. A két típus között technikai szempontból nincs különbség, csupán a felhasználók táborában. A Home-banking rendszereknek többnyire lakossági illetve kisvállalati felhasználói vannak, s így az e rendszeren nyújtott szolgáltatásokra a nagytömegűség, valamint a standardizált termékek jellemzőek. Az Office-banking szolgáltatást közép- és nagyvállalati ügyfeleknek kínálják, s itt már lehetőség van egyéni igények kielégítésére is.

Az Internet-banking olyan banki szolgáltatások összessége, melyeket a felhasználó a World Wide Web segítségével vesz igénybe. A rendszer működéséhez az ügyfélnek a számítógépen és internetes kapcsolaton túl csupán egy böngésző programmal kell rendelkeznie, vagyis nincs szükség speciális szoftverekre, csak épp azokra az eszközökre, amelyek egy internet felhasználónak amúgy is rendelkezésére állnak. Első megközelítésben az Internet-banking rendszer nem sokban különbözik a fentebb említett Home-banking és Office-banking rendszerektől. Azonban van néhány apró eltérés, melyek azt valószínűsítik, hogy az Internet-banking egyre nagyobb teret fog hódítani a Home-banking és Office-banking rendszerek rovására.

A legtöbb előny abból adódik, hogy az Internet-bank esetében nincs szükség külön szoftverre, csupán egy böngészőre. Így ugyanis a bank szolgáltatásait az ügyfél bárhol, bárhol el tudja érni, ahol van internet csatlakozás, míg a hagyományos elektronikus banknál csak egyetlen egy gépről tud kapcsolatba lépni a bank központi számítógépével, amelyikre eredetileg a szoftvert telepítették. Ezen túl, ezt a szoftvert újra és újra frissíteni kell, ezzel plusz feladatot adva a banknak és/vagy az ügyfélnek. Ráadásul a felhasználónak rendszerint nem csak a bankkal kell szerződnie, hanem a szoftvert gyártó céggel is.

Az Internetbank megoldás olcsóbb a bank számára, hiszen nem kell külön telefonvonalakat és modemeket fenntartania, s nem kell a felhasználó kommunikációs problémáit

megoldania. Vagyis nem kell olyan informatikai és telekommunikációs feladatokkal foglalkoznia, melyek nem tartoznak tipikusan egy bank tevékenységi körébe. Nyilvánvaló, hogy az ilyen típusú telekommunikációs adatátviteli tevékenységet az internetszolgáltatók át tudják vállalni a bankoktól, s ráadásul olcsóbban és hatékonyabban végezhetik el azt. A banknak csak internet kapcsolatot kell fenntartania, ami jóval olcsóbb a nagyszámú telefonvonal és modem pool fenntartásánál.

Biztonság szempontjából már nem biztos, hogy minden érv az Internet-banking mellett szól. Egyrészt igaz ugyan, hogy az internetes megoldás esetében a fontos adatok a bank központi számítógépén vannak, ellentétben a hagyományos rendszerekkel, ahol azokat (jórészt) a felhasználó gépén tárolják. Ez biztonsági szempontból nagyobb kockázatot jelent. Másrészt viszont az internetes kapcsolat elméletileg kevésbé megbízható, mint egy egyszerű modemes, telefonvonalas kapcsolat, hiszen sokkal több helyen lehallgatható annál. A későbbiekben szólunk azokról a megoldásokról, amelyek a kockázatok csökkentését hivatottak elősegíteni.

Az e-banking eszközök alkalmazása nem csak a lakossági piacon, hanem a *bankközi rendszerekben* is jelentős mértékben megnövelte a pénzügyi adatok és a pénzek áramlásának sebességét. De erről és a *vállalati szegmensről* a következő részben ejtenék szót.

Most villantsuk fel röviden az elektronikus szolgáltatásokat nyújtó, és a hagyományos alapú szolgáltatók versenyének dilemmáját!

Itt leszögezhető, hogy az a néhány éve felkapott vélemény, miszerint a hagyományos bankok „dinoszauruszok”, melyek az Internet megjelenése miatt kihalnak, már nem állja meg a helyét. Tény viszont, hogy a statisztikák szerint a csak Internet-alapú bankok nagyságrendekkel kevésbé voltak jövedelmezőek, mint a hagyományos és Internet-alapú szolgáltatásokat együtt nyújtó társaik (lásd részletesebben később). Kisebb üzleti volument értek el, továbbá a kisebb működési költségek által elért megtakarításokat más típusú, nem kamatozó kiadások erodálták, nevezetesen az új ügyfelek megszerzése érdekében végzett marketing tevékenység tetemes költségei.

Mindezzel együtt, a kizárólag Internetes banki tevékenység életképes üzleti modell lehet. A jelenlegi elfogadott nézet az, hogy a „clicks-and-mortar” modell (az Internetes értékesítési csatorna és a fókuszált bankágazatok kombinációja) lesz az általános, legalábbis középtávon. Egyre többen felismerik, hogy mivel a nyilvánosság bizalma annyira fontos a bankok számára, egy bevezetett márkanév nagyon fontos és sok ügyfél fizikailag is szeretne részt venni a bank tevékenységben. Már nem beszélnek arról, hogy minden bankfiókot be kell zárni (valójában számuk nőtt az Egyesült Államokban), bár kisebbek lesznek és szerepük eltolódik a tanácsadói tevékenység felé.⁴⁶

Nagyon valószínű tehát, hogy a hagyományos bankfiókok szerepe át fog alakulni a jövőben az új igényeknek megfelelően. A jelenleg megszokott tekintélyes méretű bankfiókok, amelyekben elég sok ügynevezett háttéiroda (back-office) működik átfogják adni a helyüket olyan új típusú bankfiókoknak, amelyekben az ügyféltér mérete lesz már a meghatározó. A bankfiók előterében automatikus berendezéseket (ATM, ALM, pénzváltó, információs számítógép) helyeznek el, amelyek segítségével a megszokott bankműveletek legnagyobb részét önállóan el tudják végezni az ügyfelek, s így a banki alkalmazottak egyre inkább a pénzügyi tanácsadó szerepét tudják betölteni.

A felmérések szerint az ügyfelek harmada a bankhoz való Internetes hozzáférést fontos tényezőnek ítéli a bank kiválasztásakor, bár kevésbé fontosnak, mint az ATM-ekhez és a bankfiókokhoz való hozzáférés kérdését.

Amint a marketing és felállítási költségek nem jelentkeznek már, a tranzakciós költségek (kivéve a ügyféltámogatásra szánt költségeket) alacsonyabbak lesznek az e-banking esetében, főleg a magasbérű gazdaságokban. Vezetési kihívás a “clicks-and-mortar” bankok számára az, hogy IT tudással, kreativitással rendelkező alkalmazottakat és megfelelő rálátással rendelkező menedzsereket alkalmazzanak a hagyományos bankhierarchiában.

Paradox módon, míg sok bank azt állítja, hogy hatékonyságát növeli és költségeit csökkenti az e-banking, kevés jel mutatja ezt egyelőre az aggregált bankstatisztikákban

⁴⁶ Való igaz, hogy egy-két éve még hajlandóak voltak velem foglalkozni a brüsszeli bankfiókom alkalmazottai, ha egyszerű átutalási műveleteket kívántam végrehajtani. Manapság azonban kíméletlenül a

vagy a nemzetgazdasági mérlegen. Az elemzések megvizsgálták az olyan USA bankokat, ahol volt, és ahol nem volt Internetes tevékenység, és azt találták, hogy a nagy bankoknak, amelyeknek vannak e-banking szolgáltatásai hasonló a költségei és jövedelmezőségük, mint azoknak, amelyeknek nincs ilyen szolgáltatásuk. A kisebb bankok között, azok amelyeknek vannak e-banking szolgáltatásai magasabbak a költségei és alacsonyabb a jövedelmezőségük, mint amelyeknek nincs ilyen szolgáltatásuk. Látszólag nem mutat semmi jel arra, hogy a bankok működési költségei csökkennének, ahogy az e-banking egyre népszerűbb lesz, vagy hogy alacsonyabbak az e-bankingban vezető országokban, mint más fejlett gazdaságokban. Egyes szélsőséges elemzők azt állítják, hogy egyik bank sem tudott költségcsökkentést végrehajtani e-pénzügyi kezdeményezések miatt. Ez véleményem szerint maximum ideiglenes jelenség. Az e-banking szolgáltatások kialakítása magas kezdeti költségekkel jár, mint láttuk (technológiai és marketing), és a megtakarítások csak később jelentkeznek.

Szükséges lehet a bankok üzleti modelljének és működtetésének (mint például a klíring és fizetési folyamatok) alapvető átszervezése és jelentős átképzésre is szükségük lehet, hogy az előnyök megjelenjenek. Az is előfordult, hogy a bankok túl sokat fektettek be túl hamar az új technológiába világos üzleti terv nélkül.⁴⁷ Néhány esetben pedig a bankok nem érik el a potenciális költségmegtakarítást, mert nem szolgálnak erős árösztönzéssel az ügyfelek számára, hogy átváltsanak az e-banking-re. Inkább úgy reklámozzák ezeket a lehetőségeket, mint ami kényelmesebb a hagyományos csatornáknál, de ez gyakran nem elég ahhoz, hogy az ügyfél „lustaságán” és biztonsági aggodalmain túltegye magát. A bankárok véleménye szerint az ügyfelek 20%-ának kellene „vonásban lennie” ahhoz, hogy egy nagy bank fedezni tudja egy ilyen szolgáltatás költségeit. A teljes piaci behatolás általában jóval ez alatt van, bár néhány bank már elérte ezt.

Az e-banking jelentősége minden bizonnyal nőni fog, de mint ahogy a telefonos és számítógépes bankhasználatnál, sok ügyfél inkább sosem fogja használni azt. A vélemények különböznek az e-banking ügyfelekről is. A bankárok úgy vélik, hogy ezen ügyfelek az árakra és a szolgáltatások minőségére nagyon igényesek, több tranzakciót

multifunkcionális bankautomaták felé mutogatnának, vagy a kezembe nyomnának egy PC-banking prospektust.

⁴⁷ Electronic finance: an overview of the issues. Setsuya Sato and John Hopkins, BIS, July 2001.

végeztek és több számlát nyitottak, így drága, finnyás ügyfelek voltak, akik csak addig maradnak a bankban, amíg az a lehető legmagasabb kamatot adja.⁴⁸

A bankok azonban az ügyfélstratégiák kialakítása szempontjából kiváló helyzetben vannak, mert kizárólagos hozzáférésük van az ügyfelek adataihoz, melyet arra használhatnak, hogy értékeljék és beárazzák az adott hiteleket. Az e-pénzügyek megjelenése fokozta a transzparenciát, azonban nem csak a banki szolgáltatók számára. A nem-banki e-pénzügyi szolgáltatóknak is megvan az a lehetőségük, hogy új és radikálisan más üzleti modelleket hozzanak létre, amelyek kihívást jelent a bankok jelenlegi információs előnye számára.

A *vertikális portálok* lehetővé teszik az ügyfelek számára az egyszeri bevásárlást (one-stop shop) különböző cégek által ajánlott pénzügyi és más termékekből. Jelentősen csökkentik a keresési költségeket és így növelik a versenyt a bank szektorban, és természetesen javítják az ügyfél pozícióját. De persze veszélyt is jelentenek a bankokra nézve. Ezek a szolgáltatók is fel tudják építeni a fogyasztók ízlésprofilját és pénzügyi státuszát oly módon, hogy monitorozzák a tranzakciós szokásaikat, és így jobb helyzetbe kerülhetnek, mint más bankok a marketing tevékenységük célzása és hitelek pozícionálása terén.

Az *okos ügynökök* automatikussá teszik az összehasonlítást, amelyet a vertikális portálok nyújtanak, hogy kiválasszák azt a közvetítőt, amely a legjobb üzletet ajánlja.

Az *aggregátorok* – amelyet működtethetnek nem bankok, mint például a Yahoo és a Microsoft – lehetővé teszik az egyéneknek, hogy horizontálisan konszolidált információkat szerezzenek meg az intézményekben rendelkezésre álló pénzügyi és nem pénzügyi számláikról. Az az ügyfél, amelyik az aggregátor oldalán végzi számlájának vizsgálatát már nem látja a bank marketing üzenetét, kivéve ha az aggregálást a bank oldalán végzi. A bankok maguk is tartanak attól egyes esetekben, hogy felelősségre vonhatják őket az aggregátor által visszaéléssel kezelt bizalmas ügyfél adatok miatt. Az aggregátorok valószínűleg nagyobb jelentőségre tesznek szert az USA-ban, ahol több a bank, mint Európában vagy más univerzális bankpiacon ahol sok ügyfélnek az összes számlája egy

⁴⁸ Electronic finance: an overview of the issues. Setsuya Sato and John Hopkins, BIS, July 2001.

banknál van.⁴⁹ Idővel ezek az új létesítmények tovább fejlődhetnek oly módon, hogy nagyon konkurenciát jelentenek a bankoknak. Például, ha nem banki aggregátoroknak lehetővé teszik, hogy forrásokat utaljanak át bankszámlák között vagy részt vegyenek számlák kifizetésében, az irányadó embereknek el kell dönteniük, hogy kinek - ha bárkinek egyáltalán – kellene szabályoznia ezeket az új szerepeket.

A bankok egyik válasza az ilyen kihívásokra az, hogy tevékenységi körüket kitágítják, annak érdekében, hogy bővítsék a márkanevük használatát. Az Internet technológia lehetővé teszi más pénzügyi termékek (outsourcinggal vagy átcímkezésével), vagy olyan szolgáltatások, mint például az igazolás, digitális aláírás és biztonságos kommunikáció kereszteladásainak jobb célzását. Ez a bankfelügyelők számára komoly jelent, akik általában vonakodtak attól, hogy megengedjék, hogy a bankok nem pénzügyi szolgáltatások területére is terjeszkedjenek. Ez a probléma még komolyabbá válik amint a nem pénzügyi vállalatok egyre inkább betévednek a banktevékenységek területére.

A kommunikációs technológiák fokozódó használata, és az e-kereskedelmhez szükséges speciális fizetési mechanizmusok tehát széleskörű lehetőségeket biztosítottak új típusú közvetítőknél a fizetések lebonyolítása és feldolgozása területén. Ezzel párhuzamosan a bankok maguk is kifejlesztettek új megoldásokat az ügyfelek számára, hogy azok korszerű módon hozzáférhessenek számláikhoz, és lebonyolíthassák fizetéseiket. Ezeket gyűjtőnéven elektronikus fizetéseknek (e-payments) nevezik. Az e-fizetések lebonyolítására – mint láttuk - vannak tradicionális eszközök, mint pl. a hitelkártyák, amelyek adaptálták az Internethez (on-line fizetés), de vannak teljesen új eszközök is, amelyek alkalmazása még elmarad a hagyományos eszközökétől. Az új, innovatív eszközök között megemlíthettük már a kártya-, illetve a szoftveralapú elektronikus pénz (e-money) megoldást, de ilyen a személyes online fizetési szolgáltatás (personal online payment service), a fizetési portál szolgáltatás (payment portal service), vagy a mobiltelefonos fizetés (mobile phone payment) is.

Az e-pénzügyek világában a határokon átnyúló szolgáltatások olcsóbbak és kevésbé kockázatosak, eltekintve a fizetési rendszerek biztonságát övező félelmektől. Sokan a lejátszódó folyamatokat a „távolság halálaként” aposztrofálják. A külföldi e-pénzügyekre

⁴⁹ Robert DeYoung, BIS Papers No. 7., 2001 július

szánt erőforrások általában az anyaországban kerülnek elhelyezésre, így ugyanazokat az erőforrásokat lehet váltogatni egyik külföldi piacról a másikra. Könnyebb visszavonulni egy virtuális ajánlatból, mint egy fizikaiból. Továbbá kisebb gazdaságokban lévő bankok számára szükséges lehet a határokon átnyúló pénzügyi tevékenység létrehozása, hogy méretgazdaságosságot hozzanak létre. Ugyanakkor egyelőre még nem volt túl sok határokon átnyúló pénzügyi tevékenység. Az egyik oka ennek az, hogy egy „off-shore” banknak nehezebb felépítenie a bizalmat és minden bizonnyal kevésbé ismeri a piacot. Jellemző továbbá a bankok jelentős részére, hogy kerülnek a nemzetközi ügyfeleket, mert nem akarják alárendelni magukat ismeretlen bíróságok vitarendezési eljárásainak és ügyfél-védelmi követelményeinek. A határokon átnyúló pénzügyi tevékenység elterjedése viszont értelemszerűen még tovább nehezíti a felügyeletet, és a határokon átnyúló koordinációjuk fokozását teszi szükségessé.

Az erősödő verseny-nyomás és a technológia változásának sebessége vezet a külső források igénybevételének (outsourcing) emelkedéséhez.⁵⁰ Az outsourcing a kis intézmények számára lehetővé teszi, hogy előnyt kovácsoljanak a méretgazdaságosságból, és szaktudásra tegyenek szert. Nagyobb intézmények számára az előny inkább az, hogy a menedzsment idejét a főbb üzleti területekre koncentrálhatják. A szolgáltatásokhoz egyre több outsourcingot vonnak be: egy Egyesült Királyságbeli bankhoz intézett számlával kapcsolatos kérdést lehet, hogy egy indiai hívó központból (call center) válaszolhatnak meg. Ugyanakkor a felügyelők aggódnak az ilyen kapcsolatoknál szükséges megfelelő gondosság, a jogok és felelősségek megfelelő dokumentációja és bankok által külső forrás bevonásakor alkalmazott gyenge kockázatkezelési gyakorlat miatt. A bankok esetleg túlbecsülhetik az outsourcingból eredő megtakarításokat, esetleg nem reális a üzletviteli ütemtervük és nem nagyon gondoltak arra, hogy lehet, hogy a tevékenységet abba kell hagyni a szolgáltatóval való probléma miatt. Ez cserébe működtetési és tekintélybeli kockázatot jelent a bankoknak. A rendszerkockázatot növelheti, ha sok bank vonja be outsourcerként ugyanazt a szolgáltatót vagy a bank kritikus működési területeit is „outsourcolják”.⁵¹

Az e-banking – mint már röviden említettük - néhány ismerős kihívást tartogat a felügyelőknek, és néhány megkülönböztetett gondot is. Az új tevékenységek felé való

⁵⁰ Setsuya Sato és John Hawkins, BIS Papers No.7, 2001 július

terjeszkedés nyomást gyakorol a menedzsmentkapacításra, főleg azon kisebb bankok számára, amelyek vakon követik a trendet. Azok a bankok, amelyeknek esik a jövedelmezősége, mert rosszul alkalmazkodtak az e-bankinghoz (amely magába foglalja az új technológiára való túlköltést vagy alulköltést) esetleg kockázatosabb üzletekbe is belevágnak, hogy megtérüljön a beruházás. Ez a szituáció kicsit hasonló a túlzott versenyhez és a túlzott kockázatvállaláshoz a banki deregulációs időszakok alatt. A méretgazdaságosság nagy fontossága azt jelentheti, hogy a kisebb bankok a niche szereplők szintjére süllyednek. Sokukat átvehetik a nagyobb bankok, és néhány kudarcot vallhat az egész piacot meg zavaró következményeket okozva.

A rendszerkockázat nő, ha az e-bankok kiszolgáltattak a betét iránti rohamoknak. A kockázati profiljuk is megváltozhat igen rövid idő alatt. Néhány esetben a felügyelők azonban maguk is fel tudják használni az új technológiákat a munkájuk támogatására. Például, a felügyelők közvetlen hozzáférést igényelhetnek a bankok kockázatkezelési rendszereihez.⁵² A működési kockázat egy másik kiemelt érzékeny terület.

A felügyelőnek biztosnak kell lenniük abban, hogy a bankok megfelelően felmérték a működtető rendszerek sebezhetőségét a hackerek, a szolgáltatás megtagadás (a web-oldal szándékos túlterhelése) miatt, és felmérték a kriptográfia megbízhatóságát, a back-up rendszert, a tűzfal-védelem megbízhatóságát és rendelkeznek a vészhelyzetekben alkalmazandó eljárásokkal.

A Bázeli Bizottság e-banking csoportja (Electronic Banking Group - EBG) kidolgozta a kockázatkezelési elveket, de még nem alakította ki a kívánatos globális, de rugalmas biztonsági viszonyítási pontokat. Az IT rendszerek biztonságát igazoló laboratóriumok közös kritériumrendszerét 14 OECD ország most dolgozza ki. További erőfeszítések kellenek még jogalkotók, és szakmai testületek részéről a digitális aláírások és jogi elismerésük közös és erős hitelesítő standardjainak kialakítása és elfogadása érdekében.

⁵¹ Setsuya Sato és John Hawkins, BIS Papers No.7, 2001 július

⁵² The microeconomic impact of information and communication technologies in Europe. DG Ecfm working document, October 2002.

A bankvilágban – így természetesen a direct banking-ben is – talán a lehető legmagasabbak a követelmények, hiszen konkrét pénzügyi adatok forognak, amelyek igen bizalmasak.

Visszakanyarodva a felügyeleket érintő kérdésekhez, kijelenthető, hogy az e-pénzügyek térnyerése felügyeleti felelősségi körök megosztását is befolyásolhatja. Az alternatív (nem banki) „e-kölcsönadók” megjelenése azt eredményezi, hogy a bankok kevésbé számítanak „különlegesek üzemeknek”, és így kevésbé tűnik úgy, hogy szükségük lenne egy speciális biztonsági hálóra, egyfajta fokozott ellenőrzési és prudenciális keretrendszerre. Az e-pénzügyek előretörése felvet más, horizontális, társadalompolitikai dilemmát is: gyakran felmerül egy vízió a „digitális válaszvonal” kockázatáról, amely azt eredményezi, hogy a szegények, tudatlanok még jobban leszakadnak a társadalomtól, amiért nem férnek hozzá az Internethez és így a pénzügyi rendszerhez.⁵³

Az e-banking megkönnyítheti a pénzmosást, bár az elektronikus rendszerek a felfedésében is segíthetnek. Kockázatot jelent az immár említett csalások lehetősége, mint pl. a hamis hamis/téves személyazonosítás használata, illetve a személyi azonosítók ellopása. Az e-pénzügyek miatti versenyfokozódásnak van egy közvetett veszélyforrása is, amennyiben a versenyszorítás a piaci szereplőket a hazardírozás irányába sodorja. A piacok egyre erősödő monopolizációja szintén egészségtelen rendszer- és versenyhatásokat eredményezhet. Az elektronikai forradalom sok más mellett azt is megkönnyítette a bankok számára, hogy ügyfeleik különböző magánjellegű adataival kereskedjenek egymás között, ami szintén aggályokat vethet fel, elsősorban adatvédelemi szempontból.

Láttuk korábban, hogy a megfelelő banki stratégiának az tűnik, ha bankok ötvözik a hagyományos tevékenységeket az Internet alapú tevékenységekkel, és valóban a legtöbb Internet bank a “clicks and mortar” bankmodellt használja, amely tranzakciós web-oldalakat használ a hagyományos “bricks and mortar” (téglák és malter) ágakkal együtt. Csak kevés bank használja az önmagában működőképes, csak Internetes bankmodellt, ahol a web-oldalak számítanak az egyetlen értékesítési csatornának. Ismét aláhúzom a tény, hogy a kizárólag Internet alapú bankok a mai napig küzdenek a jövedelmezőséggel

⁵³ Robert DeYoung, BIS Papers No. 7., 2001 július

ellentétben áll azokkal az előrejelzésekkel, miszerint a netbanking vezetni fog a hagyományos ágazati bankok előtt.⁵⁴

Láttuk, hogy a gyakorlatban az USA-ban a fizikai bankok száma nő, nem csökken. Az USA-ban lévő kereskedelmi bankok bankfiókjai az 1990-es években 10 000-el nőttek, még úgy is, hogy a kereskedelmi bankok száma 4 000-el csökkent.

De annak a konklúciónak – hogy az Internet bank nem életképes – a leszűrése még korai lehet. Ahogy az Internet bankok egyre tapasztaltabbakká válnak a piacon úgy nő esélyük a jobb teljesítmények elérésére.

Továbbá, ahogy a kizárólag Internetes bankok egyre nagyobbra nőnek, nagyobb méretgazdaságosságot érhetnek el a hagyományos bankokhoz képest, amelyek kevesebb tőkeigényes technológiát alkalmaznak. Ha ezek a hatások jelentősek, a kizárólag Internetes bankok össze tudnák zárni a teljesítményi rést a hagyományos bankokkal.

Átlagban azonban kijelenthető, hogy a kizárólagosan Internetes bankok forgalma kisebb volt, mint a kezdő hagyományos bankoké, továbbá az alacsonyabb működési költségek által létrehozott megtakarításokat ellentételezték más típusú kiadások. Viszont a jövedelmezőség egy pont után gyorsabban nő a csak Internetes kezdő bankoknál, mint a hagyományos kezdő bankoknál, talán a technológiai tapasztalat és technológiától függő mérethatások miatt. Ha tehát ezek a trendek folytatódnak a jövőben, a kizárólagosan Internet alapú bankok életképes üzleti modellé válhatnak, annak ellenére, hogy jelenleg gyenge a pénzügyi teljesítményük.

Az informatika és a pénzügyi szolgáltatások egy igen speciális, egyelőre embrionális állapotban lévő összefonódási lehetősége az informatikai-adat, vagy „cyber-biztosítás”.

Az informatikai rendszerek meghibásodásai okozta veszteségek felbecsülhetetlenek, olyannyira, hogy a biztosítók nem is mernek ekkora kockázatot vállalni. Pedig volna igény a "cyber-biztosításra", ami akár a jövő nagy üzlete lehet. "Szoft vagyokra", azaz az informatikai rendszerek által előállított adatbázisokra mégsem lehet biztosítást kötni.

⁵⁴ Robert DeYoung, BIS Papers No. 7., 2001 július

Holott jelentőségük növekedésével, az újabb és újabb vírusok megjelenésével, a világháló kiterjedt használatával és a hackerek támadásaival párhuzamosan egyre komolyabb kockázatot rejtenek magukban.

Már az is lényeges többletköltséget jelenthet, ha csak néhány órára leáll egy cég számítástechnikai rendszere. Ez idő alatt ugyanis nem jönnek-mennek az e-mailek az üzleti partnerek között, nem köttethetnek új üzletek, terjednek viszont a cég megbízhatóságát megkérdőjelező híresztelések. Az így elvesztett üzleti lehetőségeket persze igen nehéz pénzben kifejezni.

A biztosítási szakma szerint egyelőre megfizethetetlenül drága lenne a "cyber-károk" elleni biztosítás. Mivel az adatbázisok értékének meghatározása eleve igen nehézkes, ráadásul gyakoriak lehetnek az ismeretlen típusú káresemények (például új vírusok), a kockázat túlságosan magas, s ekképp a kockázatviselés ára a biztosítottak számára elfogadhatatlan lenne.

Az Egyesült Államok ellen tavaly intézett terrortámadás szintén csak növelte a biztosítók óvatosságát. Az ekkor bekövetkezett hatalmas károk láttán azóta gyakorlatilag tiltott terület a "szoft vagyron" biztosítása. Jelenleg az egyetlen kifizetődő módszer, ha a cég megpróbál több pénzt fordítani a védekezésre, a megelőzésre, a gyakori mentésre, és magára vállalja az ezen túl fennmaradó kockázatokat.

Mindennek ellenére 2001. november 1-jén az amerikai Safeonline biztosítási brókercég bejelentette, hogy a - számos biztosító és viszontbiztosító holdingjaként, illetve a Lloyd's-szindikátus tagjaként működő - ACE Grouppal, valamint az Ontrack adatmentő társasággal karöltve adatbiztosítást kínál. A szolgáltatás azért számít szenzációnak, mert bármilyen vírus vagy hackertámadás okozta informatikai veszteség esetére is fedezetet nyújt. Sőt, felelősségbiztosítása révén egy adott cég által mondjuk e-mailben elküldött vírus fertőzésének következményeit is megtéríti a további károsultaknak. A biztosítás ára havi 100 dollárnál kezdődik, amiért cserébe legfeljebb 20 ezer dollárt fizet az elsődleges adatmentésért, és akár 250 ezer dollárt felelősségbiztosítás címén. Az elvesztett üzleti lehetőségekért nem fizetnek kártérítést.

A piac mindenesetre egyelőre pang. Egyrészt túl fiatal üzletágról van szó, amely szinte nap mint nap produkál meglepetéseket (új vírusokat). Másrészt az esetleges presztízsveszteség miatt sem a károkozónak, sem a károsultnak nem érdeke a "baleset" napvilágra hozása, így az esetek többségében az rejtve is marad. Amíg közös érdek a titkolózás, addig nincs kalkulációs alap, s ekképp biztosítás sem. Ha viszont lehetne ilyen biztosítást kötni, azon nyomban elkezdődhetne az adatok összegzése, ami elvezetne a kifinomultabb díjszámításhoz.

A biztosítók vonakodása láttán az sincs kizárva, hogy néhány amerikai könyvvizsgáló cég is odáig merészkedik, hogy "cyber-biztosítással" bővíti szolgáltatásai körét. Ehhez ugyan néhány törvényességi követelménynek még meg kellene felelniük, és megcáfolniuk az összeférhetlenségi aggályokat, amik az utóbbi időben igencsak napirenden vannak.

Az elképzelések között létezik egy harmadik lehetséges megoldás is: a biztosítást ugyan a biztosítók nyújtánák, miután a leendő biztosított számítástechnikai rendszerét előzőleg auditálta egy független könyvvizsgáló vagy akár egy számítástechnikai szakcég.

3. 2. Az információtechnológiai fejlődés hatása a piacokra

Az interneten, vagy drót nélküli hálózatokon keresztül lebonyolított e-kereskedelmi tranzakciók gyors ütemben nőnek az Európai Unióban. Mint már említettük az európai e-kereskedelmi piac értékét 1999-ben 14 milliárd euróra, 2000-ben 95 milliárd euróra becsülte az Európai Bizottság tavalyi felmérésében.⁵⁵ Ez mintegy 680%-os növekedést jelent, és az elkövetkezendő években is folytatódni fog a fejlődés. Az e-kereskedelem fejlődésének azért van nagy jelentősége mert, az maga is az egyik fontos hajtóereje az e-pénzügyek fejlődésének, elterjedésének.

Az IT robbanásszerű fejlődése megrázta a pénzügyi szolgáltatások piacát. Gyakran éppen az új technológiák fokozottabb kiaknázásának szándéka, vagy éppen a tetemes költségeken való osztozás taktikája vezette az intézményeket stratégiai szövetségek, fúziók létrehozására világszerte.

⁵⁵ Just numbers 2001 – Numbers on Internet use, electronic commerce, IT and related figures for the Community, January 2001.

Az 1990-es évek utolsó fele óta az Internet és más innovatív információs technológiai (IT) vívmányok nagy hatással voltak a pénzügyi rendszerre, ilyen jelenség például a korlátozott tulajdonú rendszerekről a nyitott hálózatokra való átállás. 2000 közepétől a nyilvánosság megítélése az Internettel kapcsolatos tevékenységekről általában véve megváltozott, amint ez látható a csúcstechnológiai ipar részvényárainak hirtelen zuhanásában és az e-kereskedelem által kiváltott eufória utáni csalódottságban. Ugyanakkor kevesebb spekulatív mánia vette körül az Internet bevezetését a pénzügyi szektorban, talán a felügyelők mérséklő magatartása miatt és a Y2K⁵⁶ utáni jobb IT menedzsment miatt.

Az e-pénzügy több szempontból az e-kereskedelem legígéretesebb területe, mert a pénzügyi szolgáltatások sok információt igényelnek és gyakran nincs szükség fizikai szállításra. Már észrevették, hogy van néhány egyszerű, de időre érzékeny termék, például a brókerség, ahol az e-pénzügy nagyon sikeres, míg más területeken lassan terjed (pl. e-pénz és e-biztosítás). Van néhány terület, ahol az új Internet alapú technológia átalakító erővel jelentkezik, megengedve (vagy erőltetve) a piaci architektúra alapvető átalakítását. Más területeken új üzleti modelleket hozhat létre. Viszont megint máshol kevés hatása lesz (pl. bankok vállalati tanácsadó tevékenysége). Az átalakítási hatásával együtt az Internet előhozhatja a bankok régi problémáit új köntösben: kölcsönök átutalásának bővülése egyetlen iparág számára az új technológia (korábbi példák: gőz, vasút, elektromosság, autók és rádió) iránti lelkesedés miatt, amelynek a hatásai nehezen előre jelezhetőek. A fokozódó verseny természetes, hogy rászorítja erre a bankokat, akik nyilvánvalóan nem engedhetik meg maguknak azt a hűvös-konzervatív üzletpolitikát, amit a brit posta vezetője alkalmazott százhusz évvel ezelőtt: "Lehet, hogy az amerikaiaknak szükségük van telefonra, de nekünk biztosan nincs. Bővében vagyunk a futároknak."⁵⁷ A különbség

⁵⁶ Y2K: Year 2 Kilo (A 2000. év). A huszadik század közepén még oly távolinak tűnt az ezredforduló. Így érthető, hogy a számítástechnikai hardver- és szoftverfejlesztők az akkor még nagyon költséges számítógép-memória "felesleges" terhelését azzal (is) igyekeztek elkerülni, hogy az évszámoknak csak az utolsó két számjegyet - 88/08/06 formátumban - tárolták el a chipekben és a különböző programokban. Az akkor készült rendszerek tehát a dátumokban a 19.. számjegyeket nem használják. A 2000. évbe történő átlépéskor, ezek a számítógépek a dátumot (00) nem tudják értelmezni, s emiatt a legkülönbözőbb hibák jelentkezhetnek. A probléma megoldásához elengedhetetlen volt mindazon számítógépes vagy beépített microchip-vezérelt rendszereket 2000-kompatibilissá tenni, amelyek műveleteik során mérik az idő múlását, azaz használják a pontos dátumot. A feladat összköltsége meghaladta a 600 milliárd dollárt, de az átállás problémamentesen megtörtént.

⁵⁷ Sir William Preece, a Brit Postahivatal elnöke, 1876.

másrészt abban is jelentkezik, hogy most a technológia hatalmas közvetlen hatással van magára a bankszektorra is.

Nehéz előre jelezni az e-pénzügy jövőbeni fejlődését: vajon továbbra is számítógép alapú lesz vagy áttevődik a hangsúly a mobiltelefonokra vagy interaktív digitális televíziókra, vajon a létrehozott pénzintézetek nagyobb vagy kisebb hányadát foglalják el, nagyobb vagy kisebb koncentrációhoz vezet-e. Még a nagyjövedelmű gazdaságokban is látható a különbség. A számítógépek tulajdonosainak magas száma, és főleg a mobiltelefonok magas számú használata azt eredményezte, hogy a Skandináv országok vezetnek az e-bank és e-fizetés ágakban. Az USA-ban lévő régóta fennálló részvénytulajdonosi kultúra és sok számítógép tulajdonos hozta magával az e-broking népszerűségét. Ezzel ellentétben az USA-beli fogyasztók nem fogtak bele az e-banking ágba nagy számban, talán azért, mert ott főleg kis bankok az elterjedtek, nagyobb számban használnak nem banki pénzügyi intézményt és már az Internet megjelenése előtt is lehetőség volt a források automatikus átutalására. A világ néhány kevésbé fejlett országa arra használhatja az e-pénzügyeket, hogy átugorjon fejlődési stádiumokat, rögtön az e-bankingnál kezdve anélkül, hogy fiókbankokat hoznának létre.

Az előző fejezetben tett ígéretemnek megfelelően, röviden elemzem az e-banking szolgáltatásoknak a bankközi és a vállalati szegmensét.

A legtöbb *bankközi* e-pénzügyi rendszer nemzeti alapokon jött létre. Az Egyesült Államokban például három meghatározó rendszer létezik: a Fedwire, az Automated Clearing Houses (ACH) és a Clearing House for Interbank Payment Systems (CHIPS). Nagy-Britanniában szintén három rendszer működik: Bank Automated Clearing Services (BACS), Clearing House Automated Payment Services (CHAPS) és az Interbank Payment Systems (IDX). A SWIFT maga tulajdonképpen azért jött létre, hogy az elektronikus transzferrendszereket most már nemzetközi méretekben is biztosítsa.

Az e-pénzügyi szolgáltatások a *vállalati-szegmens* területe egészen a 80-as évekig nem volt túlságosan aktív. Volt ugyan elektronikus adatsere vállalaton belül, illetve vállalatok között, de nem létezett egy átfogó szabvány, amely egyértelműen szabályozta volna az adatsere formátumát, így sokszor eltűntek az e-transzfer megoldások által nyújtott

előnyök. A nyolcvanas évek elején Amerikában és Nyugat-Európában a különböző gazdasági és ipari területeken olyan zárt csoportok jöttek létre, amelyek a maguk igényeinek megfelelő adatsere-szerkezeteket alakítottak ki.

A szabványok sokszínűsége persze nem volt sokáig tartható, ezért az ENSZ Európai Gazdasági Bizottsága kidolgozott egy szabványt, amely 1987-ben lépett életbe. A szabvány neve EDIFACT (Electronic Data Interchange For Administration Commerce and Transport: közigazgatási, kereskedelmi és közlekedési elektronikus adatsere). A fejlődés mégis sok esetben lassúnak tűnik, aminek az az oka, hogy a vállalatok viszonylag lassan hajlandók csak áttérni a hagyományos papír alapú üzenettovábbításról az elektronikus adatszerére. Ennek ellenére erről a területről is elmondhatjuk, hogy nagy fejlődés előtt áll. Az USA-ban például a kormányzat beszállítói számára már kötelezővé a fenti rendszer használata.

Az e-banking alkalmazások fejlődése párhuzamosan zajlott azzal a változással, ami az információs technológia általánosságban vett üzleti alkalmazásában végbement, csak valamivel intenzívebben. A kezdeti nagyon egyszerű alkalmazások után, amilyen például egy PC alapú, egy gépen futó könyvelés nagyon nagy fejlődés ment végbe. Megjelentek a helyi, majd a nagytávolságú hálózatok, amelyek nagyban megkönnyítették a vállalatok belüli, illetve a szállítókkal, vevőkkel történő kapcsolattartást (pl. e-mail). Természetesen a fejlődés nem állt meg ezen a szinten egyre újabb és újabb alkalmazási lehetőségek merülnek fel. Amelyik vállalkozás nem alkalmazza ezeket, mindenképpen versenyhátrányba kerül. Ugyanígy a banki alkalmazások köre is jelentősen átalakult az elmúlt 30 év során, mióta számítógépeket alkalmaznak az üzleti világban. A 60-as évek elején vezették be a bankfiókokban a számítógépeket a könyvelésben, bérszámfejtésben. A 70-es évek nagy szenzációja a lokális hálózatok színrelépése volt. A fiókok sorra építették a helyi hálózataikat. Egy másik jelentős dolog az ATM megjelenése volt. A 70-es, 80-as évek fordulóján az újdonság BACS és SWIFT rendszerek megjelenése volt. A 80-as évek új területei a cash management és a hitelkártya rendszerek, valamint az office banking voltak. A 90-es években pedig, mint azt láttuk az Internet söpört végig az üzleti és pénzügyi alkalmazások piacán.

Szintén az előző részben említettem már a biztonság kérdését is. A tranzakciókat lebonyolító fizetési rendszereknek is minden gyanún felül állóan biztonságosnak kell

lenniük, különben elriasztják a szolgáltatókat és az ügyfeleket. Tény, hogy a hitelkártyás fizetés adataival vissza lehet élni. Feltételezhetjük, hogy bármely offline kereskedő visszaélhet a nála kártyával vásárlók adataival. Mindez természetes az Interneten is igaz lehet, sőt a kockázat még nagyobb, hiszen kereskedőkön kívül a hackerek is ellophatják az ügyfelek személyes adatait míg azok az Interneten tartózkodnak. A vevőnek azon kívül, hogy lehetséges, hogy a kért feltételekkel (minőség, szállítási határidő, érintésvédelem, jótállás, garancia, stb.) nem jut az áruhoz, még azzal is számolnia kell, hogy a hitel/bankkártya adatait is ellophatják. A kockázatok akkor igazán tetemesek, ha nem csupán csomagküldés és átvételkori fizetés történik, hanem az Internet lehetőségeit kihasználva digitális formájú áru hálózati letöltése révén történik a teljesítés vagy a hálózaton át előre fizet az ügyfél, esetleg a teljesítés és az ellenérték fizetése más módon válik el egymástól.

A hálózati biztonság olyan központi kérdéssé lépett elő, hogy az Európai Unió is egyre inkább politikai prioritásként kezeli. Ennek egészen friss példája, az a kezdeményezés, amelyet 2003. február 10-én jelentettek be Brüsszelben.

Az Európai Bizottság javaslatot tett egy hálózatbiztonsági hivatal létrehozására, amelynek kulcsszerepet szán az európai számítógépes hálózatok biztonságosságának javításában. A tervek szerint az Európai Hálózati és Információs Biztonsági Hivatal olyan tudásközpontként működne, amelynek segítségét a tagországok és az uniós intézmények is igénybe vehetnék az informatikai biztonsággal kapcsolatos problémáik megoldásában.

Erkki Liikanen, a Bizottság ipari és információs társadalommal kapcsolatos kérdésekért felelős tagja a javaslatot ismertetve felhívta a figyelmet arra, hogy az Unióban jelenleg a vállalatok 90 százaléka kapcsolódik a világhálózathoz, és a többségük saját internetes honlapot is fenntart. Az európai háztartásoknak jelenleg körülbelül a 40 százaléka rendelkezik internetkapcsolattal. A különféle állami szervek folyamatosan bővítik az elektronikus közigazgatás hatókörét, és egyre inkább számítógépes, illetve távközlési hálózatokkal irányítanak olyan létfontosságú infrastrukturális rendszereket, mint az áram- és vízellátás vagy a tömegközlekedés.

A nagy sáv szélességű hálózati kapcsolatok terjedése növeli a rendszerek sebezhetőségét, és megsokszorozza az informatikai támadások kockázatait, már csak azért is, mert az ilyen kapcsolatok folyamatosan működtethetők.

A Bizottság által javasolt meghatározás szerint a hálózati és információs biztonság alatt a hálózatoknak vagy információs rendszereknek az a tulajdonsága értendő, hogy adott megbízhatósági szinten képesek ellenállni olyan véletlenszerű eseményeknek vagy rosszindulatú beavatkozásoknak, amelyek károsíthatják az adatok, illetve a hálózat rendelkezésre állását, hitelességét, integritását és titkosíthatóságát.

Ha a biztonsági szempontok körbejárása után, most megvizsgáljuk, hogy melyik a pénzügyi szolgáltatási szektorok közül az a szegmens amelyet az Internet technológia a legjobban átalakított, azt találjuk, hogy ez valószínűleg a kiskereskedelmi bróker piac. A költségek jelentősen csökkentek és az ügyfelek több információhoz férnek hozzá olcsóbban az Internetről. Ennek eredményeképp az Internetes kereskedelem a kiskereskedelmi részvénykereskedelem több mint feléért felel az USA-ban és a befektetők új kategóriája – Internetes napközbeni kereskedő – jelent meg. Ez összefügg azzal, hogy a brókerek szétválasztották a kutatási, tanácsadási és tranzakciós szolgáltatásokat.

Az e-kereskedelem átalakítja a nagykereskedelmi pénzügyi piacok szerkezetét is, leginkább a devizakereskedelmi és tőkepiacokét, új szerkezeteket és új kereskedelmi szabályokat bevezetve. A tény azonban, hogy nagy kereskedelmi bankok konzorciumai sok esetben az új kereskedelmi platformok tulajdonosai, versenyvédelmi szempontokat vethet fel. A devizakereskedelemtől szólva, a BIS háromévenkénti felmérése szerint 1995-ben a főbb pénznemekben a bankközi kereskedelem 20-30%-a elektronikus brókereken keresztül történt, és ez 50%-ra emelkedett 1998-ban és most valószínű meghaladja a 90%-ot. Az elektronikus rendszereknek kisebb hatása volt a bankok és ügyfeleik közötti tranzakciókra. Sok bank ajánlott az ügyfeleinek egységes kereskedelmi platformot, de az ügyfelek inkább a több kereskedős platformot választották. A bankok természetesen tartanak a nem-banki platformok versenyétől is.

Néhány Internetalapú rendszert jelenleg fejlesztenek ki (pl. Fxall, Atrix). A legtöbb részvénytőzsdén és a tőzsdei határidős ügyletek piacain az elektronikus kereskedelem a legelterjedtebb. Gyorsan terjed a kötvénypiacokon is, leginkább a benchmark kormánykötvények piacán.

Jóllehet az elektronikus tranzakciók volumene folyamatosan nő, az elektronikusan bonyolított kereskedelem részaránya még mindig viszonylag szerény a pénzpiaci szegmensben. Mindemellett azonban pl. az olasz eredetű e-MID⁵⁸ rendszer sikeres bevezetése, illetve az overnight index swap (OIS), vagy a repo piac elektronizálására tett erőfeszítések is azt igazolják, hogy az elektronizálás komoly fejlődés előtt áll az euró pénzpiacokon.

A bankközi készpénztranzakciók esetében az előbb említett e-MID a legfontosabb európai elektronikus kereskedelmi platform, több mint 200 taggal, köztük nagy nemzetközi intézményekkel. Átlagos napi forgalma 2002 áprilisában 18 milliárd euró volt, szemben a 2000-es 16 milliárddal. Az e-MID rendszer igazán nemzetközivé tétele azonban lassan halad, jórészt még mindig nagy olasz tagok használják csak. A repotranzakciók mintegy 13%-a történik elektronikus platformon (pl. Broker Tec)

A piaci résztvevők azonban néhány aggodalomra okot adó jelenséget is felfedeztek [Morris, 2001], miszerint az elektronikus kereskedelem az árak minőségének csökkenéséhez vezet. Először is a piac feldarabolódása elterjesztheti a tranzakciókat több önállóan működő tőzsdére. Egy komoly aggodalom, hogy a tranzakciók nagy része nem éri el a főbb tőzsdéket és nem járul hozzá az árszabáshoz. Lehetséges, hogy a tranzakciókat műholdas kereskedelmen keresztül bonyolítják, vagy egy nagy bróker a saját ügyfeleinek eladási és vételi ajánlatát összehozhatja maga, és csak a nettó mérleget küldi el a tőzsdére. A tranzakciókra alkalmazott árakat egy másik piac árai alapján szabják meg, ez a „keresztelés” folyamata. Míg az ajánlatok keresztelése csökkenti a végrehajtás költségeit, más téren kritizálható is, mert előirányozza a többi piac trendjeinek kimenetelét. Felmerül a kérdés, hogy az árinformáció milyen mértékben tartozik a közjavak közé, és hogyan számítsák ki a tőzsdék az árinformáció szolgáltatásának árait.

Egy alapvető hatása letagadhatatlan az internetnek: drasztikusan csökkenti azt az információs hátrányt, amiben eddig a kisbefektetők voltak. A tőzsdék honlapjai valós idejű információt biztosítanak az interneten keresztül. Természetesen egy átlagos kisbefektető ezt nem fogja olyan szorosan figyelemmel kísérni, mint az értékpapírcégek, de mindenképpen lényegesen jobban lesz informálva az egyes papírok és intézményi

⁵⁸ e-MID: Electronic Deposit Interbank Market. <http://www.e-mid.it/>

befektetők teljesítményéről, ami az egyes befektetési lehetőségek közötti verseny élénkülését fogja okozni. Egy másik érdekes fejlemény az interneten a passzív kereskedelmi rendszerek elterjedése. Ezek nem tőzsdék, mivel nem rendelkeznek ármechanizmussal, hanem automatikusan egy, valamilyen szervezett tőzsdén kialakult áron lehet kereskedni, csak kényelmesebben és alacsonyabb tranzakciós költséggel, mint máshol.

Milyen hatása van az infokommunikáció fejlődésének a fizetési rendszerekre? Vizsgáljuk meg először a kiskereskedelmi fizetési rendszereket! Jelenleg, a hitelkártya⁵⁹ rendszer dominál a kiskereskedelmi Internetfizetésekben, annak ellenére, hogy költséges, kiszolgáltatott a csalásnak, nem alkalmas a mikrofizetésekre vagy az emberek egymás közötti fizetésekre (bár új rendszerek, mint a Pay Pal már megpróbálják ezt megoldani), és nem anonim. Ráadásul egy oligopólium vezeti, amely az alacsony innováció és a költségekhez nem megfelelően mért díjak tipikus jegyeit viseli magán.⁶⁰

⁵⁹ A hitelkártyáknak két csoportja van a fizetési kondíciók, a használat és a kibocsátó személye alapján.

Variable Repayment Card (VPC)

Ez a klasszikus értelemben vett és a jobban elterjedt hitelkártya típus a fejlett országokban. Ez az általa nyújtott rugalmasságnak köszönhető, ugyanis a kibocsátó által megszabott limit alatt bármilyen mértékű vásárlást tehet. A hitelt ugyan havi részletességgel kell törleszteni, de az ügyfél ezek után két lehetőség közül választhat: kiegyenlítheti a számláját még a hó végi zárás előtt, és ezzel megkíméli magát a kamatkiadásoktól vagy részleges törlesztésbe kezd csak, aminek az minimális összege általában az egyenleg öt százaléka szokott lenni. Természetesen ekkor a hitelösszegre kamatot kell fizetni, mely kamat jóval magasabb az általában szokásos hitelkamatoknál. A bank minden ügyfelét havonta tájékoztatja a hitelképessége mértékéről amilyen mértékben aztán az adott hónapban kedvére költekezhet.

Fixed Repayment Card (FPC)

Az ilyen típusú kártyák esetében az ügyfél ugyan hozzájuthat hitelhez, de azt még a hó végi zárás előtt vissza kell fizetnie, ha ezt nem teszi meg igen magas büntetőkamatot kell fizetnie. Az ilyen kártyákat nevezik az angolszász országokban charge card-nak. A hitelkártya kibocsátó egy éves kártyadíjat fizettet a használóval. A jobb kártyák jelentős pénzügyi kiváltságokhoz juttatják a tulajdonosukat, mint például fedezetlen hitelfelvétel az aktívum mértékének megfelelően, de lehetővé teszik azt is, hogy több kereskedelmi bankban is nagy összegben vehessenek fel készpénzt. Az utóbbi évek fejleménye, hogy iparvállalatok is beléptek a hitelkártya kibocsátók sorába és igen komoly konkurenciát jelentenek a bankok és hitelkártya cégek számára. Az ilyen kártyák általános elnevezése: Travel and Entertainment, Petrol Card, Fuel Card. Ilyen jellegű kibocsátó cégek az USA-ban az AT&T a General Electric vagy a General Motors. A cégek különböző kedvezményeket biztosítanak a kártyájukat használók számára, amelyek nagyon vonzóvá teszik a használatot. A GM kártyáját birtoklók például kedvezményesen vásárolhatnak autót és 10% körüli kedvezményt kapnak több más a GM vállalatcsoporthoz tartozó cég áruinak vásárlása illetve szolgáltatásainak igénybevétele esetén (Avis autókölcsönző, Marriott hotelek stb.). A fenti két változaton kívül természetesen még jónéhány variáció létezik. Vannak úgynevezett ATM kártyák, amelyek csak automatáknál használhatók vagy például a Visa Electron sorozatú kártyája, amely csak az elektronikus felhasználást (ATM, POS) teszi lehetővé és nem lehet vele csak aláírással fizetni.

⁶⁰ Európában több mint 210 millió bankkártya volt forgalomban, a nyugat-európai országokban 1000 emberre, több mint 2000 bankkártya jut. Nyugodtan azt mondhatjuk tehát, hogy ma már teljesen hétköznapi a használatuk. Ezeknek a kártyáknak kb. 60 százaléka az Europay rendszerbe tartozik. A kártyák összmenyisége várhatóan nagy mértékben már nem nő, leszámítva az ilyen szempontból elmaradott kelet-európai országokat, itt ugyanis ezer lakosra átlagosan csak 60 bankkártya jut. Várhatóan a kártyák típusa

Még távolabbra nézve, az Interneten lehet majd „cyberpénzzel” fizetni, amelyet a bankok, telekommunikációs vagy IT vállalatok adhatnak ki. Skandináviában már lehetséges egyetlen referencia számmal végigfutni a fizetési rendszeren. Azonban globális standardok és a globálisan elfogadott számlaszámok kialakítása még nem történt meg az eddigi erőfeszítések ellenére sem. A cél az lenne, hogy létrejöjjön a szállítás-fizetés-ellenében (DVP) rendszer a kiskereskedelem szintjén is. Az alkalmazott módszerek kiválasztása során a nyílt és magán rendszerek, valamint a centralizált ill. decentralizált tipológiák közötti döntésben egyensúlyra van szükség az együttműködés és a verseny között. Szabályozásra van szükség ahhoz, hogy létrejöjjenek a nyílt és közös standardok, minimálisra csökkenjenek a működési, átváltási költségek, és lehetővé váljon a rugalmas árazás.

Az elektronikus pénz sémái már jó néhány éve léteznek, de már szoltunk arról, hogy elterjedésük lassan halad. A BIS emellett már 1996-ban rámutatott néhány potenciális problémára, például az ún. seigniorage elvesztésére.⁶¹ Mindeközben a bankjegyek és érmék helyettesítése e-pénzzel lassan halad. Valójában, a bankjegyek és érmék aránya a GDP-hez mérten még nőtt is néhány országban.

Az ECB adatai az eurózónáról azt mutatják, hogy az e-készpénz kintlévőség kevesebb, mint 0,1%-a a kiadott bankjegyeknek és érméknek, és a terjedése lassult. Az e-pénz legutóbbi formái valószínű sikeresek lesznek, mert jobban megtervezettek, erősebbek, Internethez lehet kötni és világos a használatuk. Ugyanakkor még mindig valószínű, hogy a fizikai bankjegyekkel együtt fognak létezni hosszú ideig, mivel ezek biztonságosak, kényelmesek és anonimek és nem kell a fogyasztónak a különböző e-pénz sémákkal értelmezésével foglalkoznia.

viszont meg fog változni. Ez egyrészt új technikák – smartcard –, új szolgáltatások (vásárlás, hitellehetőség kibővítése), valamint az Europay rendszerhez tartozó kártyák kibocsátását jelentheti majd.

⁶¹ A seigniorage (a kamara haszna, *lucrum camerae*) fogalma eredetileg az arany-, illetve ezüstpénzrendszerhez kapcsolódik. Amikor úgynevezett zárt verési rendszer voltérvényben, tehát a pénzverés az uralkodó kizárólagos joga volt, az uralkodó a pénzverésre beszolgáltatott arany vagy ezüst egy részét elvonta. Ennek az elvonásnak a pénzverés tényleges költségét meghaladó része volt a seigniorage. Amennyiben a beszolgáltatott nemesfém közvetlenül bányászattól származott, a seigniorage e szerint az eredeti értelmezés szerint a bányajáradék egy fajtájának tekinthető. Amennyiben viszont korábban felhalmozott nemesfém pénzzé öntésére vagy elkopott pénzérme becserélésére került sor, a vagyonadó egy formájának. A modern közgazdaságtan a monetáris seigniorage-on a monetáris bázis növekményét érti, ezt tekinti az állam pénzteremtéssel kapcsolatos bevételeként.

A nagykereskedelmi fizetési rendszerek területén az a kritikus pont a pénzügyi és a fizetési rendszerek olyan összekötése, hogy azok „szállítás-fizetés-ellenében” (delivery versus payment) és „egyenesen-keresztül-feldolgozást” (straight-through-processing) tudjanak nyújtani. Ideális esetben a tranzakciók végrehajtása, klíringje és elszámolása összekapcsolódhat a piaci és működési kockázatok ellenőrzésére hivatott eljárásokkal. Az STP-nek úgy kellene a költségeket csökkentenie, hogy a szükséges munkaerőt is csökkentse és minimalizálja a tranzakciók különböző szintjein szükséges jelentésből és rögzítéséből eredő hibák kockázatát.

Az e-fizetésekre – mint már korábban említettük - léteznek hagyományos eszközök (pl. hitelkártyák), amelyeket hozzáidomítottak az Internethez (on-line fizetés), de vannak új eszközök is. Mint láttuk, az új, innovatív eszközök között szerepel a kártya-, illetve a szoftveralapú elektronikus pénz, a személyes online fizetési szolgáltatás, a fizetési portál, vagy a mobiltelefonos fizetés. Ezeknek az eszközöknek a használatáról azonban nem csak azt mondhatjuk el, hogy kezdeti stádiumban vannak, hanem azt is, hogy országonként nagyon eltérő a jelentőségük.

A következő ábra a hagyományos és az elektronikus fizetések eszközeit csoportosítja.

3. 4. Táblázat.

A különböző tradicionális és elektronikus fizetési eszközök áttekintése.

Fizetési szükséglet (alacsonytól magas tranzakciós értékig)	Tradicionális fizetési eszköz	Elektronikus fizetési eszköz
1. Mikrofizetések	Késpénz és érmék	Kártya alapú E-pénz
2. Kis összegű POS-fizetések (magánvásárlók)	Késpénz, csekk, kézi úton kezelt bank/hitel/kereskedelmi kártya fizetése	Bank/hitel/kereskedelmi kártya fizetések EFTPOS-terminálokon ⁶² keresztül, kártya alapú E-pénz a POS-nál.
3. Számlafizetések	Csekk, papír alapú hiteltranszfer	Elektronikus transzferek a többfunkciós ATM-

⁶² EFTPOS = Electronic Funds Transfer at the Point Of Sale

		eken keresztül, telefon- vagy pc-banking
Elektronikus kereskedelem	Hitelkártya	E-pénz (kártya vagy hálózat alapú)

Forrás: ECB: The Effects of Technology of the EU Banking Systems, July 1999.

Az elektronikus pénzpiaci műveletek elterjedésének további lökést adott a Nemzetközi Kereskedelmi Kamara (ICC) új szabványa. Az ICC 2002. április bevezette az angol kezdőbetűi szerint a köztudatban UCP-ként emlegetett (magyarul: az okmányos meghitelezés egységes szokásai és gyakorlata) akkreditív szokványának elektronikus változatát (eUCP), aminek célja az elektronikus okmánybenyújtás szabályozása. [Gellért, 2002.]

A nemzetközi fizetések okmányai, amelyek eddig napokat, vagy esetleg heteket töltöttek el postai utazással, ma a világ két különböző pontján lévő két számítástechnikai eszköz között pillanatokon belül jutnak célba, rendkívüli mértékben növelve a pénzkonverzió sebességét. (A pénzbefolyás időszaka két-három hétről 1-2 napra redukálódik).

Századunk a papír nélküli iroda kialakulásának és fejlesztésének kora. A papírról az elektronikára történő áttérés nemcsak elkezdődött, hanem javában halad előre. Ennek újabb bizonyítéka az eUCP megjelenése és hatályba helyezése. Nyilvánvaló, hogy a nemzetközi fizetésekben ezt az új formát elsősorban azok alkalmazzák, akik a nemzetközi kereskedelemben is már áttértek az internetes megoldásokra, vagyis az e-businessre. Versenyelőnyük a többiekkel szemben most még inkább növekedhet.

Az eUCP rendeltetése, hasonlóan a többi nagy jelentőségű ICC-szokványhoz, alapvetően az, hogy a különböző piaci szokásokat nemzetközi szakértők segítségével egységbe foglalja és ennek eredményét írásban rögzítse, valamint közzétegye. Ennek kapcsán a legfontosabb az alapfogalmak tisztázása annak érdekében, hogy egy adott megnevezésen a világon mindenki ugyanazt értse. Az eUCP vonatkozásában ilyen alapfogalom például az electronic record. A szokvány értelmében azokról az adatokról van szó, amelyeket elektronikus eszközökkel hoztak létre, generáltak, küldtek, közöltek, kaptak, vagy tároltak.

Az érdekelteknek (exportőröknek, importőröknek és hitelintézeteknek, valamint az összes többi piaci szereplőnek: biztosítóknak, szállítmányozóknak, fuvarozóknak, vámhivataloknak) tudomásul kell venniük, hogy a nemzetközi elszámolásokban az elektronikus alkalmazások (beleértve az elektronikus aláírást, mellyel a szokvány szintén foglalkozik), immár nem a jövő, hanem a jelen témakörei.

Vessünk most egy gyors pillantást a konkrét piaci fejleményekre! 2000-ben az Australia and New Zealand Banking Group (ANZ), valamint az Oversea Chinese Banking Corporation (OCBC), Ázsia két legnagyobb pénzügyi szolgáltató vállalata egy pánázsiai internetbankot indított be. A szingapúri székhelyű vállalkozás azokat a kelet-ázsiai, internetkapcsolattal rendelkező ügyfeleket célozza majd meg, akiknek éves jövedelme meghaladja a 10 ezer dollárt. A két pénzügyi szolgáltató szerint az új vállalat ügyfeleinek száma 2005-re akár elérheti a 40 milliót is. A célszágok között megtalálható Japán, Hongkong, Tajvan, Dél-Korea és Szingapúr.

Szintén 2000-ben két vezető brit bank, az Abbey National és a HSBC interaktív televíziós bankszolgáltatást indított. Az ügyfelek tévékészülékük segítségével férhetnek hozzá bankszámlájukhoz, mégpedig a távirányító segítségével. Az Abbey National Sofa Banking nevű szolgáltatását igénybe vevő ügyfelek kezdetben a banki tájékoztatókat szemlélhetik meg, írott anyagokat, kiadványokat, könyveket rendelhetnek és ellenőrizhetik kölcsönvisszafizetések aktuális egyenlegét. Idéntől számos új elemmel bővült a Sofa Banking, többek között lehetséges a számlák kifizetése és egyéb pénzáttalások elvégzése is.

2000. júliusában engedélyezte az Európai Bizottság a Deutsche Bank és a szoftvergyártó SAP vállalat közös vállalatának, az Emaro-nak a létrehozását, amely on-line pénzügyi szolgáltatásokat végez ügyfeleinek.

Erre válaszul Németország második legnagyobb bankja, a HypoVereinsbank bejelentette, hogy 100 millió eurót költ internetstratégiája megvalósítására.

Az Európai Bizottság szintén 2000 júliusában engedélyezte a legnagyobb belga lakossági bank a Fortis Bank és a holland KPN internetszolgáltató Planet Internet nevű leányvállalata közös vállalatának létrehozását.

Természetesen az amerikai piac sem maradt mozdulatlan. Szintén 2000 nyarán a Citigroup, az Egyesült Államok vezető pénzügyi szolgáltató vállalata jelentős befolyást szerzett az Internet világában, amikor stratégiai szövetségre lépett az America Online-nal (AOL). Az egyezmény értelmében a Citigroup szabadalmazott fizetési technológiáját, valamint készpénzt bocsát az AOL rendelkezésére cserébe azért, hogy megszerezze az internetes vállalkozás weboldalának egyharmadát, ahol pénzügyi információkat bocsáthat majd ügyfelei rendelkezésére.

Csak online szolgáltatása lesz annak a pénzintézetnek, melyet ismét csak a brit HSBC bank és az amerikai Merrill Lynch hozott létre, mindegyikük 50 százalékos részesedése mellett. A bank a Merrill Lynch befektetési szolgáltatásait biztosítja minden magánügyfélnek, az USA kivételével az egész világon, a HSBC bankhálózatának segítségével, ahol az ügyfelek letéti számláikat nyithatják meg.

Természetesen a tőkepiacok és árutőzsdék számára is hatalmas lehetőségeket tartogat az információtechnológia kihasználása. Ezen a téren is áttörés következett be a tavalyi évben. Egyre másra alakultak az on-line brókercégek, mint például a német online brókerház, a ConSors olasz partnerével, az Onbancával közösen beindított új online brókervállalkozása Olaszországban.

A Goldman Sachs, a Merill Lynch és a Morgan Stanley Dean Witter 2000 nyarán egy elektronikus kötvénypiacot hoztak Bondbook néven. Az új piac anonim közvetlen kötvény-kereskedelmet tesz lehetővé nagyobb ártranszparencia és jobb likviditás mellett.

A devizapiacon is elektronikus óriások jelentek meg, közülük is kiemelkedő az a tavaly létrehozott vállalkozás, ami példa nélkül álló előrelépést jelentett a devizakereskedelem elektronizálásában. A szövetséget a világ hét vezető devizabankja hozta létre. Az FXall.com névre keresztelt közös vállalkozás az alapító tagok, a Bank of America, a Credit Suisse First Boston, a Goldman Sachs, az HSBC, a J.P. Morgan, a Morgan Stanley Dean Witter és az UBS devizaszolgáltatásainak lesz a gazdája.

Az új rendszer a – hihetetlenül erős versenykörülmények között működő - nagykereskedelmi devizapiac jelentős részét uralni kívánja, tovább növelve a piaci koncentrációt. Az új e-piac a vállalatok és a befektetési intézmények számára is csökkenti

a deviza-tranzakciók költségeit, amelyeknek többségét a cégek és a befektetők mai napig telefonon bonyolítják.

Az internetes kereskedés térhódítása gyökeresen átalakította a brit villamosenergia-piacot is, ahol már öt rivális elektronikus tőzsde indult el, köztük a skandináv Nord Pool, a brit National Grid, valamint az USA-beli Altra Technologies.

Mindezekon túlmenően hét vezető bank és energiaipari társaság felállított egy on-line Intercontinental Exchange (IE), azaz az internetes interkontinentális tőzsdét, ahol nyersolaj- nemesfém-, földgáz- és villamosenergia-kereskedésre van lehetőség.

A 2000. év elején egy másik brit elektronikus árutőzsde is indult. A Comdaq elektronikus nemesfémek (arany, ezüst, platina, palládium, ródiom, irídium és ruténium) internetes forgalmazását végzi a már működő cukor-, kakaó-, kávé- és szálszekció mellett.

Az információtechnológia és főképp az infotechnológiai ipar nemzetközi válságának tőkepiacokra való hatása mutatkozik meg eklatánsan egy 2002. október végi eseményben is. Olyan drámai zuhanás következett be a technológiai vállalatok részvényeinek kereskedésére szakosodott piacon, a frankfurti Neuer Markton a megelőző években, hogy a németországi tőzsdetársaság, a Deutsche Börse AG úgy döntött, hogy a 2003-tól bezárja az immár fél évtizedes tech-börzét. A tőzsde indexe az utóbbi két és fél év során 95 százalékkal zuhant!

A "növekedési piacnak" szánt Neuer Marktot 1997-ben hozták létre Németországban, válaszként az amerikai Nasdaq megalapítására. Ma már mindössze 267 technológiai vállalat részvényei forognak e börzén, holott 2001 júliusában még 343 volt a jegyzett cégek száma. Az idén 41 vállalat szállt ki - részben önkéntes alapon, azért, hogy csökkentse költségeit és mentse jó hírét, részben kényszerűségből, részvényei elértéktelenedése, illetve a cég csődje miatt -, s csupán egy vállalat merészkedett arra, hogy ebben az évben lépjen a Neuer Marktra. A börze vállalatainak csupán egyötöde bonyolít le némi forgalmat, a többi céget pedig már régen otthagyták az intézményi befektetők. (Az ügyről és annak következményeiről részletesebben lásd még az 5. 3. 2. 2. 1. fejezetet)

Látható tehát a fenti, csak néhány jelentősebb piaci eseményt kiemelő, összesítésből is, hogy az elektronika forradalma valóságos tornádóként söpört végig a pénzügyi

szolgáltatások nemzetközi piacán. Mindez azonban még jobban kiemeli az olyan szempontok fontosságát, mint a biztonság.

Szóltunk már arról, hogy az új pénzügyi technológiáknak központi aspektusa a biztonság, ami az ügyfelek bizalmának elnyeréséhez is elengedhetetlen.

A banki szoftverek legmarkánsabb különbsége a hétköznapi operációs rendszerektől éppen a titkosítás, és jellemzően ez teszi banki szoftvereket az egyéb programoktól nagyságrendekkel drágábbá is. Egy egész bank működését kiszolgáló - a lakossági és a vállalati számlavezetést, illetve a treasury tevékenységet is működtető - egységes rendszernek a kiépítése gyakorta az összes banki fejlesztési költségek oroszlánrészét képviseli.

Mint már az előbbieken szóltunk róla, az on-line tranzakciókkal kapcsolatban számos jogi és biztonsági kérdés merül. A számítógépes bűnözés komoly veszélyt jelenthet az internetes alapú pénzügyi szolgáltatások számára.

Az egyre nagyobb számban megjelenő webes pénzügyi szolgáltatások mögött ugyanis könnyen megbújhat csalás is. Például a legitim off-shore pénzügyi szolgáltatóként vagy beruházási alapként reklámozott on-line szolgáltató illegális pénzmosási ügyletek leplezését is szolgálhatja.

A legnagyobb problémát a pénzügyi szolgáltatók számára az jelenti, hogy az internettel elvesztik az ügyféllel való személyes kapcsolattartás lehetőségét. Ahhoz ugyanis, hogy az ügyfél az on-line szolgáltatást igénybe vehesse, csak egy internetszolgáltatóra, egy internetböngésző programra és egy számítógépre van szükség. Ezeknek a feltételeknek eleget téve a világ bármely pontjáról elérhető a szolgáltatás, nem szükséges banki alkalmazott közreműködése, a bank nem tudja meg, hogy pontosan honnan, illetve ki vette igénybe a szolgáltatást.

Visszaéléseket természetesen a szolgáltatók is elkövethetnek. Dániában például egy on-line szolgáltató cég, ügyfelei megtévesztésére, egy elismert bank nevét vette fel.

Az azonban tény, hogy az on-line bűnügyek száma az internet gyors terjedése ellenére még csekély. Ennek több oka van, egyrészt még viszonylag kicsi az on-line bankok szerepe a

pénzmosásban, másrészt hiányoznak azok a törvényi feltételek is, amelyekkel az ilyen tevékenységeket képesek lennének figyelemmel követni. Az OECD égisze alatt működő Pénzmosás-elleni Akciócsoport (FATF) szerint két fontos tényező játszhatna szerepet az on-line bűnözés terjedésének megakadályozásában.⁶³ Az egyik a személyazonosság pontosabb ismerete, a másik pedig az egységes nemzetközi jogi háttér kialakítása lenne. Japánban például a személyes kontaktust hivatott biztosítani az a rendelkezés, hogy az internetes szolgáltatás igénybevételéhez szükséges szerződés megkötése csak hagyományos személyes kapcsolatfelvétel után lehetséges.

A jogi szabályozás legnagyobb problémája abban áll, hogy az on-line szolgáltatás természetéből kifolyólag nem ismer határokat, így lehetetlen az egyes államok belső jogi korlátozásainak betartatása. A szakértők végső megoldásként az ügyfél azonosításának fokozottabb felügyeletét, a névtelenül elérhető szolgáltatások megszüntetését javasolják.

Olyan eljárásokat kell kidolgozni, melyek megkövetelnek bizonyos személyes kapcsolatfelvételt. Fontosnak tartják új internetes technológiák kifejlesztését az on-line szolgáltatás biztonságának növelése végett. Be kell tiltani az adott országban nem engedélyezett pénzügyi szolgáltatások nyújtását akkor is, ha a szolgáltató külföldi. Nem utolsósorban elengedhetetlen a webes bankügyek kivizsgálására képes szakértők tömeges képzése. Az elektronikus pénzügyi szolgáltatások megfelelő felügyeletével kapcsolatban tengernyi eszszé és hivatalos ajánlás látott már napvilágot számos szakértő és nemzetközi intézmény részéről.⁶⁴

Az Európai Unió pénzügyi szolgáltatási szabályozási rendszerét, tehát mint láttuk több okból is meg kellett és meg kell reformálni. Mint az eddigiekből ez kiderült ezek az okok a pénzügyi szolgáltatások és termékek gyors ütemű fejlődése, a globalizáció, a technológiai forradalom, az Egyesült Államok pénzügyi reformja, a monetáris unió bevezetése, és a nemzetközi versenyben való sikeres küzdelem. A következő rész arról szól, hogy milyen módon válaszol az EU pénzügyi szabályozásának reformjával ezekre a kihívásokra.

⁶³ FATF report on money laundering and electronic financial services1 1999, Paris

⁶⁴ Egy fontos dokumentum ezek közül: Management and supervision of Cross-Border Electronic Banking Activities. Basel Committee Publications No. 93. October 2002.

4. SZABÁLYOZÁSI DIMENZIÓ, a válasz a piaci kihívásokra

Az Európai Közösségek pénzügyi szolgáltatási joga fejlődésének ismertetése mellőzésével, a szerző két aktuális és alapvető jelentőségű fejleményről szeretne szólni ebben a fejezetben. Az egyik az EU Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterve, amelyet a tagállamok 1999-ben fogadtak el. A másik a tőkepiaci szabályozás modernizációját megoldani hivatott, szintén friss Lámfalussy-jelentés.

Mindkét dokumentum egy sorsfordító keretrendszer az európai pénzügyi szolgáltatási rendszer szabályozása szempontjából.

Mindkettő azért jött létre mert az Európai Unió felismerte, hogy a globalizáció, a technológiai forradalom, és az élesedő verseny gyorsított liberalizálást és piaci egységesítést tesz szükségessé annak érdekében, hogy a kontinens pénzügyi szektora helytálljon a nemzetközi versenyben és meg tudjon felelni a gazdasági és monetáris unió által kiteljesített belső piac kihívásainak.

4. 1. A Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv⁶⁵

Az Európai Unió fontos lépést tett a pénzügyi szolgáltatási szféra egységesítésének, a piaci határok lebontásának érdekében, amikor 1999. május 11-én elfogadta a pénzügyi szolgáltatások területére vonatkozó, politikai célkitűzéseket és speciális intézkedéseket tartalmazó Akciótervet.

Az Akcióterv kidolgozása az 1998 júniusi, Cardiffban rendezett csúcs határozata alapján kezdődött el.

Az Akciótervet felterjesztették az Európai Parlamentnek, amely néhány igen jelentős módosító indítvánnyal végül is jóváhagyta a dokumentumot. Ezek közül a legfontosabb, hogy javaslatot tett egy európai szintű felügyeleti szerv létrehozására (!) az egységesülő piaci viszonyoknak megfelelően. A javaslat szerint ennek a szervnek piacfelügyeleti és

⁶⁵ COM(1999)232, 11/05/99 Commission Communication on the Financial Services Action Plan, 1999.

szabályozó feladatköre is lenne. (Mint később látjuk ezt az elképzelést a tagállamok a Lámfalussy-jelentés alapján visszautasították.)

A Bizottságot felkérték tehát egy ilyen szerv felállításának kidolgozására, ehelyett azonban Lámfalussy Sándor belga bankár vezetésével egy „Bölcsék Csoportját” állítottak fel, hogy az kidolgozza az európai tőkepiaci szabályozás reformját.

A Parlament ezen túl a nemzeti tőzsdék koordinálását is szorgalmazta (Az EU-ban jelenleg mintegy harminc tőzsde működik 18 felügyelet alatt.) Európai szintű jegyzési rendszer bevezetését, a nemzeti jegyzési rendszerek megszüntetését, és a nyilvános ajánlattételkor kibocsátandó prospektusról szóló irányelv hatályon kívül helyezését szorgalmazták. Felszólították a Bizottságot a fogyasztói hitelezés, a jelzáloghitelezés és a biztosítás területén a pénzügyi közvetítőkről szóló jogszabálytervezetek előterjesztésére is a határon átnyúló szolgáltatásokat igénybe vevő ügyfelek védelme érdekében.

Az Akcióterv fogja tehát meghatározni az európai pénzügyi piacok működését az elkövetkezendő években, évtizedben. Kidolgozását az euró bevezetéséből eredő piaci folyamatok megfelelő jogi keretbe helyezése, és a fokozottabb ügyfélvédelmi szempontok érvényesíthetősége is szükségessé tette.

Az Akcióterv több mint negyven részterületen tartalmaz intézkedéseket az alábbi stratégiai célok elérése érdekében: az Egységes Piac garantálása a pénzügyi szolgáltatási szféra számára; nyitott és biztonságos piacok megteremtése a befektetők számára; a felügyeleti és prudenciális szabályozások továbbfejlesztése; és a piaci integrálódást hátráltató adózási akadályok megszüntetése.

Célul tűzi ki még 1999. vége előtt a UCITS (befektetési alapok), távolsági kereskedelem, és elektronikus pénz tárgykörében az irányelvek elfogadását.

Az Akcióterv a kiemelt célok elérése érdekében hozandó fontosabb intézkedéseket az alábbiak szerint jelöli meg.

Az első prioritás tehát a Belső Piac kiteljesítése az intézmények számára az európai értékpapírpiacon, és származékos piacok modernizációja, a tőzsdék közeledése, fizetési rendszerek, elszámolóházak szorosabb kapcsolata megvalósításával.

Az európai értékpapírpiacon, és származékos piacok modernizációja, a tőzsdék közeledése, fizetési rendszerek, elszámolóházak szorosabb kapcsolata lendületet kapott a piac egységesedése folytán. Mindezt az alábbi intézkedésekkel kell tovább erősíteni:

- Az EU szinten történő tőkefelvétel megkönnyítése (az adatszolgáltatási, és prospektus direktívák megújítása)
- Közös jogi keret az integrált értékpapír és származékos piacok számára (ISD módosítása, irányelv tervezet a piaci manipulációkról)
- A jegyzett vállalatok eredménykimutatásainak egységesítése (4. és 7. irányelvek módosítása)
- A határon átnyúló értékpapír-kereskedelem jogi biztonságának megteremtése (biztosítékok határon átnyúló alkalmazását lehetővé tevő irányelv tervezet)
- A határon átnyúló vállalati átalakulások transzparens szabályozása (Európai Vállalat, cross-border egyesülések, külön szabályokkal a bankszektorra vonatkozóan)
- Alapkezelők tevékenységének elősegítése (irányelvtervezetek a kiegészítő nyugdíjalapok, és a zárt végű befektetési alapok felügyeletére és adóztatására vonatkozóan)

A második központi célkitűzés a nyitott és biztonságos piaci környezet megteremtése a kisbefektetők számára a szétaprózott szabályozások és adminisztratív eljárások egyszerűsítésével, egységesítésével.

Az új szolgáltatási formák megjelenésével, különösen az elektronikus kereskedelem robbanásszerű fejlődésével a befektetési lehetőségek köre kiszélesedett a kisbefektetők számára is, mindezt a gyakorlatban, azonban nehezítik a szétaprózott szabályozások és adminisztratív eljárások. Az alábbi intézkedések hivatottak ezt kiküszöbölni:

- A határon átnyúló pénzügyi befektetésekhez kapcsolódó információ-szolgáltatás szigorítása, transzparencia növelése (pénzügyi szolgáltatások távolsági kereskedelméről szóló irányelv tervezet, a jelzáloghitelezési információról szóló ajánlás, a fizetési rendszerekben felmerülő csalások és hamisítások elleni Akcióterv)

A pénzügyi szolgáltatások távolsági kereskedelméről szóló irányelv a távolsági kereskedelemről szóló irányelvet egészíti ki, amelyből elfogadásakor (1998. május) még kihagyták a pénzügyi szolgáltatásokat. A módosítás hatályba lépésének időpontja 2001. június 30. A parlament módosításaival fokozottabb fogyasztóvédelmi szempontokat érvényesített (visszavonás ideje a vevő részére 30 nap két hét helyett, kötelező bíróságon kívüli panaszvizsgálati, vitarendezési rendszer kialakítása, stb.). Szakmai körökben elég nagy az ellenállás az irányelvvel szemben, főképp a parlamenti módosításokat illetően, megemlítve azt is, hogy a javaslat nincs összhangban az elektronikus kereskedelemről szóló irányelv javaslattal

- Hatékony bírósági eljáráson kívüli eljárások elterjesztése a fogyasztói panaszok megoldására (bíróságon kívüli vitarendezésekről szóló közlemény)
- A helyi fogyasztóvédelmi szabályok kiegyensúlyozott alkalmazása ('general good'-ról szóló közlemény)

A harmadik prioritás a felügyeleti és prudenciális szabályozások továbbfejlesztése, az európai pénzügyi piacok stabilitásának megőrzése.

Az új szolgáltatások elterjedésével, illetve a piacok és a különböző ágazatok integrációjával számolva az alábbi főbb intézkedések szükségesek:

- A bankok, befektetési vállalatok, és biztosítók prudenciális szabályozásának tökéletesítése a Bázeli Bizottság és a FESCO (Forum of European Securities Commissions) munkáját felhasználva (bank-felszámolási direktíva, elektronikus pénzről szóló irányelv elfogadása, a pénzmosási irányelv módosítása, a biztosítók szolvenciájának, illetve a bankok és befektetési vállalkozások tőkekereteinek szabályozása módosítása)
- A pénzügyi konglomerátumok felügyeletéről szóló irányelv tervezet elfogadása
- A pénzügyi szolgáltatások különböző területein illetékes szervek közötti együttműködés javítása (Értékpapír Tanácsadó Bizottság felállítása – Securities Advisory Committee)

És végezetül a negyedik prioritást a piaci integrálódást hátráltató adózási akadályok megszüntetése képezi.

Az Akcióterv kiáll a határon átnyúló megtakarításból származó jövedelmek minimális adóztatási szintjéről szóló irányelv tervezet elfogadása, és az 1997-ben elfogadott vállalati adózásról szóló Magatartási Kódex alkalmazása mellett. A Bizottság a későbbiekben irányelvtervezetet fog előterjeszteni a kiegészítő nyugdíjalapok adóztatására vonatkozóan, és a tagállamokkal együttműködve tovább vizsgálja a határon átnyúló pénzügyi termékekkel (biztosítás, nyugdíj) kapcsolatos adózási torzulások csökkentésének lehetőségeit.

1997 decemberében az ECOFIN elvi döntést hozott egy európai szintű kamatadó bevezetéséről. Az ezek után kialakított bizottsági javaslat lényege, hogy a magánszemélyeknek más tagállamban lévő bank által fizetendő kamatra 20 %-os kamatadót kell kivetni, vagy a kormányok kötelezik bankjaikat arra, hogy a külföldi EU állampolgároknak általuk fizetett osztalékról tájékoztassák az illető magánszemély országának adóhivatalát. A közösségi szabályozás szándéka az, hogy csökkentse a magánszemélyek adóelkerülését.

Nagy-Britannia a 3 billió euró értékű eurókötvény piacát védendő azzal a módosítással állt elő, hogy amennyiben ezekkel a kötvényekkel nemzetközi klíringházakon keresztül kereskednek, mentesüljenek az adótól. Ennek hiányában a piac elmozdulna Zürich és New York irányába. A rendszer lényege az lenne, hogy attól a tulajdonostól, aki eurókötvényével nemzetközi klíringrendszereken keresztül kereskedik, nem vonnának le kamatadót. A maximális angol stratégia az lenne, ha minden intézményi befektetőt kivennének az osztalékadó hatálya alól, nem csak azokat akik nemzetközi klíringrendszereken (mint pl. az Euroclear Brüsszelben) keresztül kereskednek kötvényeikkel. Ezért egy 40.000 eurós minimális kötvénytulajdoni limitet akarnak meghúzni, ami felett nem vetnének ki kamatadót. Több tagállam azonban 100.000 eurós limitet szeretne, ami már keményebb csapás lenne a pénzüket Luxemburgban kamatoztató magánszemélyek számára.

A dolog hátterében egy az EU-ban nem szokatlan alkufolyamat áll: Németország szeretné előrevinni az adóharmonizáció folyamatát és szeretné elkerülni a magánnyugdíj-rendszerekre vonatkozó harmonizációt, amit viszont Anglia szeretne, aki ellenzi az adóközelítést. Ennek a csereüzletnek lesz várhatóan az eredménye a két terület harmonizációjának a kivitelezése.

A kérdés megoldása a pénzügyi harmonizáció történetében az egyik legnehezebb feladatnak bizonyult.

Az ECOFIN 2000. november 26-27-i ülésén, a tagállamok többéves vita után előzetesen mégis megegyeztek a megtakarítások adóztatását szabályozó irányelv részleteiről. (Mint látjuk később, ez azonban még korántsem jelentette a végső sikert!) Amint arról már Feirában megegyezés született, a tagállamok (Luxemburg, Ausztria és Belgium kivételével) 2003-tól információt szolgáltatnak egymásnak a külföldiek megtakarításból származó jövedelméről, így lehetővé válik azok megadóztatása a befektető anyaországában. Ez a megoldás, amely egy lehetséges kibúvó az adózásra vonatkozó egyöntetű-szavazást (unanimity) előíró közösségi szabályozás kérlelhetetlensége alól, a szabályozási koordináció [Mocsáry, 2002, p. 109] újabb példája. Vagyis a harmonizációtól eltérően a nemzeti szabályok továbbra is érvényben maradnak, s csak annyi változtatásra kerül sor, amennyit az egységes belső piac működésének céljai igényelnek.

A direktíva hatályát tekintve ugyanakkor Luxemburnak sikerült elérnie, hogy - jóllehet egyes befektetési alapokra vonatkoznak majd az uniós szabályok - a részvényalapok mentesüljenek az alól. A forrásadó a 2001. március 1-je előtt kibocsátott eurókötvényekre sem vonatkozik.

A megállapodás szerint Luxemburg, Ausztria és Belgium hét éves átmeneti időszakot kap (2009 végéig). A tárgyalások utolsó szakaszában az átmeneti mentességek részleteinek kidolgozása jelentette a legnagyobb fejfájást a tagállamoknak.

A 2000-ben megegyezés szerint az átmeneti időszak alatt a három tagállam a más tagállamok polgárai által náluk elhelyezett megtakarítások után az első három évben 15%, majd a következő négy évben 20% adót vontak volna le, amelynek 75%-át átutalták volna a befektető polgár lakhelye szerinti tagállamnak.

A megegyezést tükröző uniós direktíva 2003-ban lépett volna hatályba. Azért volna, mert a végső megegyezéshez szükség lett volna arra, hogy az EU-nak sikerüljön hasonló lépésekre bírnia a többi jelentős pénzügyi központot, mindenekelőtt az Egyesült Államokat, Svájcot és Liechtensteint. Erre a feltételre főként a megtakarítások

adóztatásának uniós szintű szabályozását az utolsó pillanatig ellenző Ausztria és Luxemburg fektet nagy hangsúlyt, mivel attól tart, hogy ellenkező esetben egyszerűen a blokkon kívülre menekül a belső "menedékektől" megfosztott tőke.

Mivel azonban a harmadik országokkal, különösen Svájjal hasonló megállapodás nem jött létre időben, Luxemburg (és Ausztria, ill. Belgium) blokkolta az irányelv véglegesítését. A kérdés még 2002. novemberében is nyitott volt, a november 5-i ECOFIN-ülés is csak azt tudta konstatálni, hogy nincs komoly előrelépés a harmadik országokkal (főképp Svájjal) való megbeszélések területén. A probléma egyre fenyegetőbb árnyat vetett tehát az EU belsőpiaci reformtörekvéseire, és a tizenötöket egyre jobban aggasztotta, hogy képtelenek megegyezésre jutni Svájjal az állampolgáraik ottani bankokban elhelyezett megtakarításainak megadóztatásáról.

Svájc hajlandó ugyan arra, hogy a pénzmosással vagy más bűncselekménnyel vádolt EU-állampolgárok esetében információt szolgáltasson, de folyamatosan és nagyon határozottan visszautasítja az együttműködést az adócsalási ügyek kapcsán. Úgy tekintik, hogy ez utóbbi esetben az országban tradicionálisan tiszteletben tartandó banktitok megsértésére kényszerülnének.

Az EU már régóta azzal fenyegetőzött, hogy a Nizzai szerződésre hivatkozva korlátozza a Svájcba irányuló tőkemozgást, amennyiben nem történik haladás az adóügyi egyeztetésekben. A szankciók része lehet továbbá, hogy más területeken is felfüggesztik az EU-svájci tárgyalásokat. Jelenleg határátkelési ügyben, a dublini megállapodás kapcsán a migráció témakörében, a szabad szolgáltatások és bizonyos audiovizuális programokban való részvétel ügyében folytatnak egyeztetéseket Svájjal - az adótitok miatt egyre hűvösebb légkörben.

A lehetséges megoldások és a svájci banktitok fenntartása miatti kemény fellépés ügyében az EU-tagországok véleménye megoszlott. Frits Bolkestein, az unió adóügyi biztosa kompromisszumot szorgalmazott, de Nagy Britannia ellenezte, hogy Svájc csupán az EU adóhivatalának kérésére szolgáltasson információkat. A britek teljes információcserét akartak és engedetlenség esetére keményebb fellépést javasoltak Svájjal szemben.

A megtorló intézkedések alkalmazását támogatta Németország és Svédország is már akár 2003-tól kezdődően, ha Svájc nem enged. Pascal Couchepin svájci gazdasági miniszter viszont úgy nyilatkozott: számára meglepetést jelentene, ha a fenyegetéseket valóra váltanák.

Végül az ECOFIN tanács 2003. január 21-i ülésén, egyhangú döntéssel, politikai egyezséget fogadott el a megtakarítások adóztatására vonatkozó új irányelv tervezetéről.

Az irányelvtervezet sikere – mint láttuk - attól is függött, hogy sikerül-e hasonló tartalmú szerződést kötni a kedvelt befektetési célként szereplő harmadik országokkal – mint például USA, Svájc, Liechtenstein, Monaco – hasonló információcsere rendszer létrehozásáról. Ellenkező esetben a befektetések egy része várhatóan ezekbe az országokba térülne el az irányelv bevezetése esetén.

A mostani ECOFIN döntés értelmében

- Tizenkét tagállam 2004. január 1-től alkalmazza az automatikus tájékoztatás rendszerét a többi tagállam (illetve azok függő területei és a vonatkozó szerződéssel rendelkező harmadik országok) felé.
- Ausztria, Belgium és Luxemburg az irányelv átvételének napjától forrásadót vet ki a többi tagállam (illetve azok függő területei és a vonatkozó szerződéssel rendelkező harmadik országok) állampolgárainak kamatjövedelmére. Az adó mértéke az első három évben 15%, 2007. január 1-től 20% majd 2010 január 1-től 35%. Az adóbevételek 75%-a a haszonhúzó illetősége szerinti tagállamot, míg 25%-a kifizetés helye szerinti (adókiadó) tagállamot illeti meg.
- Az EK a koegzisztens modell rendszerét kétoldalú szerződésekkel kiterjeszti harmadik országok felé is.

Az irányelv tervezet a megfelelő tagállami szabályozás átültetésére 2004. január 1-ét írja elő határidőnek. Az ECOFIN döntése értelmében az irányelv csak a Svájccal, a megtakarítások adóztatásáról kötendő megállapodásra vonatkozó tárgyalások lezárása után léphet hatályba. A kitűzött menetrend betartásának érdekében ezeket a tárgyalásokat a tagállamok 2003 végéig le szeretnék zárni.

Az irányelv tervezete értelmében a forrásadót a kamatkifizetésekre vetnék ki, főképpen az állampapírok, kötvények és az ezek kapcsán realizált bevételek esetében. Ugyanígy az irányelv hatálya alá esnének a befektetési alapoktól illetve az európai befektetési alapoktól (UCITS) szerzett kamatkifizetések illetve az ilyen alapok részvényeinek eladása vagy megváltása révén szerzett jövedelmek. A részvények utáni osztalék kifizetés viszont nem tartozik az irányelv hatálya alá.

A politikai egyezség megszületése hatalmas sikernek bizonyult, az Európai Bizottság és a tagállamok vezetői is szuperlatívuszokkal illették a jelentőségét.

Visszakanyarodva a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv intézkedéseinek megvalósításához, az Európai Bizottság illetékes szakértője által adott tájékoztatás alapján elmondható, hogy az megfelelő ütemben halad. Az időközben 45 eleműre bővült intézkedés-csomagból 30 tétel már megvalósult, 10 további pedig a Tanács, vagy az Európai Parlament asztalán van. Az alábbi táblázat tájékoztat a 2002. novemberi helyzetről. A jogszabályalkotást (hard acquis) jelentő tételeket vastagbetűvel szedtük, míg a soft-law elemeket, normál betűvel.

4. 1. Táblázat

A Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv intézkedéseinek megvalósulása, a 2002 novemberi állapot szerint.⁶⁶

Bizottság még nem fogadta el	Tárgyalások folynak a Tanácsban / Parlamentben	Elfogadva
<i>Rendszeres jelentés</i> irányelv: javaslat 2002 végéig.	<i>Prospektusok</i> (politikai egyezség megvan). Elfogadási célhatáridő: 2003.	<i>ISD közlemény, professzionális befektetők</i>
<i>10. Társasági jogi irányelv</i> – Fúziók, javaslat 2002 során.	<i>Piaczavarás</i> (EP második olvasat megvan. Célhatáridő: 2002.	<i>ISD közlemény</i>
<i>14. Társasági jogi irányelv</i> – Székhely áthelyezése	<i>Nyugdíjalapok</i> Célhatáridő: 2002.	<i>Számviteli közlemény</i>

⁶⁶ Az Európai Bizottság Belső Piaci Főigazgatóságának illetékes munkatársa által adott tájékoztatás alapján.

(Európai Bírósági határozatra várnak, javaslat legkorábban 2003-ban).		
Hitelintézetek és befektetési szolgáltatók tőkekövetelményeinek keretszabályozása: javaslat 2004-ben a Bázeli Bizottsággal párhuzamosan.	Pénzügyi konglomerátumok. (EP második olvasat 2002 novemberében). Célhatáridő: 2002.	<i>Audit gyakorlati ajánlások</i>
Befektetési szolgáltatási irányelv (Investment Services Directive – ISD) felülvizsgálat, javaslat: 2002 november.	4. és 7. számviteli irányelv modernizációja. (Javaslat 2002. május 28-án elkészült.)	<i>Nyugdíjalapok közlemény</i>
	Vállalat-átvételi irányelv (take-over bids) (Javaslat 2002. október 2-án elkészült)	<i>Jelzálog közlemény</i>
	Határon-átnyúló megtakarítások adóztatása irányelv	<i>Közlemény az általános haszonról (general good) a biztosítás területén</i>
	<i>Vállalati adózásra vonatkozó Magatartási Kódex</i>	<i>Fizetések közlemény</i>
	<i>Határon átnyúló vállalati nyugdíjalapok adóztatása</i>	<i>Csalás közlemény</i>
	<i>Elszámolás véglegesítésének (settlement finality) irányelv megvalósítása (megvalósulási jelentés: 2002. végéig)</i>	<i>E-kereskedelem közlemény</i>
		Bankok felszámolása irányelv
		Biztosítók felszámolása irányelv
		E-pénz irányelv
		<i>Pénzügyi eszközök nyilvánosságra hozása ajánlások</i>
		Információ-csere irányelv
		Értékpapír / Szabályozók Szakbizottság irányelv
		4. és 7. Számviteli irányelv módosítása (valós érték)
		<i>Jelentés az ügyfelek üzleti tranzakcióihoz kapcsolódó eljárások különbözőségeiről</i>
		<i>Közlemény a vevők számára (beleépítve az e-kereskedelmi közleménybe)</i>
		<i>Pénzügyi szolgáltatási termékek adóztatásának felülvizsgálata</i>
		Európai Vállalat
		UCITS
		Pénzmosás
		Biztosítói szolvencia

		<i>Vállalatirányítási felülvizsgálat</i>
		Számviteli rendelet
		Pénzügyi biztosíték (collateral) irányelv
		<i>Auditori függetlenség ajánlások</i>
		Biztosítási közvetítők irányelv
		Pénzügyi termékek távolsági kereskedelme

4. 2. A Lámfalussy-jelentés⁶⁷

Az európai jogalkotási rendszer lassúsága gyakran riasztó, de egy olyan területen mint a pénzügyi szolgáltatások, ahol talán a leggyorsabb a piaci lehetőségek, normák és termékek változása, a jogalkotás lassúsága kártékony is. Az Európai Unió egy évtizedet adott magának arra, hogy a világ legversenyképesebb régiója legyen, de rádöbbsent, hogy esélytelen, ha jogalkotási gépezetének lassúsága és rugalmatlansága visszafogja a piac erőit. A tét pedig nem kicsi! A Bizottság tavaly kiadott jelentése⁶⁸ szerint, ha létrejönne egy valóban egységes pénz- és tőkepiac, akkor az EU GDP-je 1,1, a vállalati beruházások 6, a foglalkoztatási ráta pedig fél százalékkal növekednének (lásd: részletesebben az 5.1. fejezetben). A legsürgősebb szabályozási feladatok a tőkepiaci területen jelentkeztek, ezért a tőkepiacokra vonatkozó EU-jogalkotási mechanizmust egyesek szerint szentségtörő módon megreformálták a Lámfalussy Sándor által vezetett „bölcsék tanácsa” ajánlásai alapján. Ezzel lehetővé vált a piacot közvetlenül érintő, technikai jellegű szabályok gyors és szakszerű megalkotása a nyögvenyelős bürokratikus út végigjárása nélkül. Az intézményi presztízsharcok azonban Brüsszelben sem ismeretlenek, erről árulkodik, hogy az Európai Parlament nagyon hűvösen viszonyul ahhoz az elképzeléshez, hogy a gyorsított döntéshozatali eljárást kiterjesszék a banki, illetve a biztosítási szektorra is⁶⁹. Christa

⁶⁷ Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, 15 February 2001, Brussels.

⁶⁸ London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting: Final Report to the European Commission Directorate-General for the Internal Market: Qualification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets, November, 2002

⁶⁹ In: Marján Attila: A tőkepiacok hívó szava, Figyelő, 2003. február.

Randzio-Plath, az Európai Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottságának elnöke még a honlapjára is feltette a Lámfalussy-módszer kiterjesztését ellenző véleményét.⁷⁰

A Lámfalussy Sándor⁷¹ vezette szakértői csoport (Wise Men) 2001. február 15-én közzétette jelentését az európai tőkepiacok reformjának témájában. Az európai értékpapírpiacok szabályozásának vizsgálatával megbízott bölcsek bizottságát, az Európai Unió gazdaság- és pénzügyminisztereinek tanácsa, az ECOFIN hívta életre 2000 júliusában.

2001. március 23-án, az Európai Tanács stockholmi értekezlete a bölcsek tanácsait jelentős százalékbán elfogadta, világos alapelvek sorozatát fektetve le a reformra vonatkozóan, és úgy határozott, hogy a javasolt új szabályozórendszernek 2002-re életbe kell lépnie.

A jelentés a decemberi nizzai csúcs napirendjére is felkerült, ahol a tagállamok egyetértésüket adták jelentés alapvető megállapításaihoz.

A jelentés első részében azokat a szempontokat veszi sorba, amelyek szükségessé teszik az európai szintű tőkepiaci szabályozás megreformálását.

Lámfalussy értékelése szerint⁷² a jelenlegi európai szabályozás intézményrendszere lassan, elavultan működik, a szabályok végrehajtása sem megfelelő szintű. Ráadásul a piacok és fizetési rendszerek is elaprózottak, és a tagállami adózási rendszerek is heterogének a belső piacon.

A legfontosabb probléma - mint mondja az - , hogy a jelenlegi szabályozórendszer merev, gyakran nem egyértelmű, és nem tesz különbséget az alapelvek és a részletszabályok között. Hiányoznak a szükséges mértékű konzultációk, a szabályok nem átláthatóak, illetve a tagállamok azokat egyenetlen módon veszik át és gyakran öltöztetve alkalmazzák

⁷⁰ www.randzio-plath.de

⁷¹ Báró Lámfalussy Sándor (Alexandre Lámfalussy) minden idők legnagyobb jelentőségű magyar származású bankára és pénzügyi szakértője több európai bank igazgatója is volt. Az Európai Monetáris Intézet vezetőjeként részt vett az egységes európai valuta bevezetésének előkészítésében is.

⁷² Lámfalussy Sándor: Gondolatok az európai értékpapírpiacok szabályozásáról, Közgazdasági Szemle, XLIX. évf., 2002. március, pp.: 181-192

azokat. Az EU pénzügyi piacának fejlődését több tényező is akadályozza. A legfőbb okok röviden az alábbiak. Sok területen hiányzik az egyértelmű, közösségi szintű szabályozás. A meglévő szabályozórendszer nem kielégítően működik. A szabályok tagállami alkalmazása következtlen. A tranzakciók, valamint az elszámolórendszerek száma igen nagy Európában. Fejletlenek a tőkefedezeti nyugdíjrendszerek.

A piaci integrációt lassító egyéb tényezők közül megemlíthető még a jog- és adórendszerek eltérése, illetve a politikai, külkereskedelmi és kulturális határok megléte.

Az alapvető közösségi szintű keretszabályozás hiánya komoly hátrányt okoz. Ez vezetett a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv (Financial Services Action Plan, lásd előző fejezet) létrehozásához is. A legfőbb fennálló hiányosságok a következők Lámfalussy szerint: [Lámfalussy, 2002]:

Hiányoznak a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szabályok egészét átfogó, általánosan elfogadott alapelvek.

A kölcsönös elismerés elve kudarcot vallott a gyakorlati alkalmazás során.

A tőzsdék jegyzési követelményeire vonatkozó szabályok elavultak.

Bizonytalan az üzletviteli szabályok érvényességi köre és alkalmazása.

Hiányoznak az alternatív kereskedési rendszerekre vonatkozó szabályok.

Ellentmondásban vannak egymással az elektronikus kereskedelemre, illetve a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó irányelvek.

Hiányzik a piaci visszaélésekre vonatkozó átfogó szabályozás.

Hiányoznak a fedezetekre vonatkozó nemzetközi szabályok.

Hiányoznak a közös számviteli standardok.

Elavultak az értékpapír-befektetési társaságokra (*UCITS*) és nyugdíjalapokra vonatkozó befektetési szabályok.

Hiányoznak az általánosan elfogadott vállalatfelvásárlási szabályok.

Nyilvánvalóvá tehát, hogy a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv rendkívül ambiciózus vállalkozás, és jelentős jogalkotási munkát igényel az elkövetkező években, remélhetőleg jelentősen felgyorsítva az eseményeket.

A reform alapmotivációja az, hogy az európai tőkepiacokat hatékonyabbá, egységesebbé kell tenni, ahol mind az ügyfelek, mind a tőkebevonást igénylő vállalatok, mind a szolgáltatók olcsóbban, gyorsabban érik el céljaikat.

Az elérendő célok között szerepel a KKV szektor kockázati-tőke ellátásának javítása, a fizetési és elszámolási rendszerek közelítése, a Pénzügyi Szolgáltatási Akciótervben foglalt intézkedések végrehajtása 2003-ig (mint például a kibocsátók számára egységes európai prospektus bevezetése, a bevezetési szabályok modernizációja, a befektetési alapok és nyugdíjpénztárak befektetési szabályainak modernizálása, az elismert tőzsdék számára egységes európai engedély kibocsátása, stb.). További cél az európai szabályozási és felügyeleti hatóságok tevékenységének összefogása, a nemzetközi számviteli szabványok bevezetése.

A nemzetközi számviteli szabványok bevezetésével már a 2000 márciusában, Lisszabonban megrendezett Európai Tanács is foglalkozott, amely 2005-ig irányozta elő az egységes európai pénzügyi szolgáltatási piac létrehozását, és ennek részeként a tőzsdén jegyzett vállalatok számviteli beszámolóinak összehangolását is.

A Bizottság 2000 júniusában elfogadott közleményében⁷³ arra tett javaslatot, hogy az összes tőzsdén jegyzett EU vállalat konszolidált mérlegét, legkésőbb 2005-től a Nemzetközi Számviteli Szabványok (IAS – *International Accounting Standards*) szerint készítse el. Ezt a javaslatot a 2000 júliusában megrendezett ECOFIN is elfogadta, csakúgy, mint - egy nemrégiben a jegyzett vállalatok körében végzett felmérés szerint – a vállalatok pénzügyi vezetőinek 79 %-a is.

Az 1970-es években elfogadott közösségi számviteli szabályozás megfelelő alapul szolgált a korlátolt felelősségű társaságok jelentési kötelezettségének harmonizálásához, de alkalmatlan volt a nyilvánosan forgalomba hozott részvénytársaságok számviteli előírásainak közelítéséhez.

A tőzsdei részvénytársaságok működésének értelemszerűen jóval transzparensbbnek és könnyen összehasonlíthatónak kellene lennie összeurópai szinten is. A számviteli előírások

⁷³ The EU's Financial Reporting strategy: The Way Forward, COM (2000)359, 13.06.2000.

európai szintű heterogenitása miatt azonban az átláthatóság és teljesítmények összehasonlíthatósága nem megfelelő. Mindez hátrányosan érinti a tulajdonosokat és befektetőket, illetve hátráltatja az európai tőkepiacok egységesülését.

A fenti problémák orvoslására a jelen javaslat legkésőbb 2005-től előíranyozza az *IAS* kötelező alkalmazását a konszolidált pénzügyi beszámoló elkészítésekor minden szabályozott piacon jegyzett, illetve bevezetésre készülő EU vállalat számára. A tagállamoknak arra is lehetőségük lesz, hogy lehetővé, vagy kötelezővé tegyék az *IAS* alkalmazását a tőzsdén nem jegyzett vállalatok számára is. Ez lehetővé teszi az *IAS* egységes alkalmazását olyan kiemelten fontos szektorokban, mint a bankszektor, vagy a biztosítás, függetlenül attól, hogy az egyes cégeket jegyzik a tőzsdén vagy nem.

Megállapítható, hogy világszerte jól halad a nemzeti számviteli szabályok egységesülése. A konvergenciának köszönhetően egyre közelebbnek tűnik, hogy a cégek egyetlen, globális számviteli szabályrendszert alkalmaznak pénzügyi beszámolóikban. Ezt támasztja alá a világ hat vezető könyvvizsgáló cégének (BDO, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, Grant Thornton, KPMG, PricewaterhouseCoopers) 2003. február 12-én közzétett, a GAAP Convergence 2002 nevet viselő felmérése is.⁷⁴

A felmérés során megvizsgált 59 ország több mint 90 százaléka szándékozik saját nemzeti számviteli rendszerét a Nemzetközi Jelentéskészítési Standardokhoz (International Financial Reporting Standards - IFRS, az *IAS* továbbfejlesztése) igazítani. 72 százalékuk ehhez már megfelelő menetrendet és konkrét javaslatokat is készített. A 2002-es felmérésben még csak a vizsgált országok egyharmada rendelkezett pontos tervekkel.

Kanyarodjunk vissza most a *Lámfalussy-jelentéshez*! A jelentés második része a szabályozási reform egyes elemeire tesz javaslatokat. De mik azok a problémák a jelenlegi európai szabályozási eljárásban, amelyeket a terv meg kíván haladni?

A jelenlegi rendszer működése – dacára az egyszerű alapelveknek – nagyon komplikált a való életben. A jogszabályok kezdeményezésének joga és kötelessége kizárólag az Európai Bizottságot illeti meg. Az Európai Bizottság irányelv- vagy rendelet-tervezet a Tanács és

⁷⁴ Figyelőnet Online 2003-02-12.

az Európai Parlament elé kerül. E két testület együttdöntési eljárás (co-decision procedure – lásd alább részletesebben) keretében elfogadja, módosítja vagy elveti a javaslatot. Az okozza a bonyodalmakat, hogy a három intézmény együttműködése – például egy módosítási eljárás során – bonyolult és nemritkán ellentmondásos szabályok alapján történik. [Lámfalussy, 2002] Egy másik gond az, hogy a jogilag kötelező irányelvek végrehajtása a tagállamok kormányainak feladata, s ezek gyakran a nem egyértelmű részleteket érdekeiknek megfelelően értelmezik. Továbbá az interpretációk eltérhetnek amiatt is, hogy a tagországok jogrendjei különböznek. A jelenlegi jogalkotási eljárásról tehát nyugodtan kijelenthető, hogy túlságosan lassú. Egy irányelv Európai Bizottság által történő kidolgozásának kezdete és a tagállamokban való alkalmazás között gyakran három-négy év is eltelik. Ennek leghíresebb példája az országhatárokon átnyúló vállalatfelvásárlásokról szóló javaslat története: az Európai Bizottság 1989 óta dolgozott rajta, és csak tizenhárom évvel később fogadták el az egységes javaslatot, de az alkalmazásának időzítése még mindig bizonytalan (lásd részletesebben az 1. 2. fejezetben).

Az együttdöntési eljárás (codesion procedure) bonyolultságának érzékeltetése érdekében szükségesnek tartom ehelyütt röviden összefoglalni annak működését. Az együttdöntési eljárás alapvetően három lehetséges eljárást eredményezhet.

Első típusú eljárási menet: Az Európai Bizottság beterjeszti javaslatát az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak, amely mindaddig módosíthatja azt, amíg nem kerül sor a végső elfogadásra. Ezután a Parlament véleményezi a javaslatot, és továbbítja javaslatát a Tanácsnak vagy módosító indítványokkal, vagy azok nélkül. Ezután a Tanács minősített többségi szavazással elfogadhatja az előterjesztést, ha a Parlament összes módosító indítványát elfogadja, vagy ha esetleg a Parlament nem tett módosító javaslatokat.

Második típusú eljárási menet: Az Európai Bizottság beterjeszti javaslatát az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak. Ezután a Parlament véleményezi a javaslatot, és továbbítja javaslatát a Tanácsnak vagy módosító indítványokkal, vagy azok nélkül. Miután a Tanács megkapta a Parlament véleményét Közös Álláspontot (Common Position) fogad el. Ezt az álláspontot továbbítja a Parlamentnek második olvasatra. Ezután három hónapon belül a Parlament vagy nem határoz a Közös Álláspontról, vagy elfogadja a Közös Álláspontot, vagy módosítja a Közös Álláspontot. A Parlament vissza is utasíthatja a tanácsi Közös Álláspontot abszolút többséggel meghozott döntés útján. Amennyiben a Parlament nem

módosította a Közös Álláspontot a Tanács véglegesen elfogadja a jogszabályt. Ha a Parlament módosítást eszközölt, a Tanácsnak három hónap áll rendelkezésére a módosítások elfogadására, és jogszabály végleges elfogadására.

A harmadik típusú eljárási menet: Az Európai Bizottság beterjeszti javaslatát az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak. Ezután a Parlament véleményezi a javaslatot, és továbbítja javaslatát a Tanácsnak vagy módosító indítványokkal, vagy azok nélkül. Miután a Tanács megkapta a Parlament véleményét Közös Álláspontot (Common Position) fogad el. Ezt az álláspontot továbbítja a Parlamentnek második olvasatra. Ezután három hónapon belül a Parlament vagy nem határoz a Közös Álláspontról, vagy elfogadja a Közös Álláspontot, vagy módosítja a Közös Álláspontot. A Parlament vissza is utasíthatja a tanácsi Közös Álláspontot abszolút többséggel meghozott döntés útján. Amennyiben a Tanács három hónapon belül nem fogadja el a Parlament által eszközölt módosításokat, egy Egyeztető Bizottságot (Conciliation Committee) állítanak fel legfeljebb hat héten belül. Az egyeztető Bizottságban egyenlő számban vesznek részt a Tanács és a Parlament képviselői. Feladata az, hogy egy kölcsönösen elfogadható szövegben egyezzenek meg, amely alapul veszi a Tanács Közös Álláspontját, és a Parlament módosító-indítványait is. Amennyiben az Egyeztető Bizottság hat héten belül megegyezik a Közös Szövegről (joint text), azt a Parlament hivatalosan is elfogadja egyszerű többséggel, és párhuzamosan a Tanács is minősített többséggel. Amennyiben az Egyeztető Bizottság nem tud megegyezni a szövegről a jogszabály-tervezetet nem fogadják el.

A pénzügyi szolgáltatási ügyek – mint a belső piaci kérdések része – sok más igen fontos területtel együtt a fenti döntéshozatali procedúra alá tartoznak, vagyis minden pénzügyi irányelvnek végig kell járnia ezt a minden képzeletet felülmúlóan bonyolult jogalkotási utat. Egy együttdöntési eljárás átlagos időtartama a megindításától a befejezéséig 400 nap. Ehhez még hozzá kell számolni az Európai Bizottság tervezet-előkészítő munkájának idejét, ami gyakran évekbe telik, illetve az irányelv elfogadása után azt az időt, mire a tagállamok saját jogrendjükbe ültetik azt és elkezdik alkalmazni. (Ez szintén éveket vehet igénybe.)

A jogalkotási folyamat továbbá túlságosan merev, azaz a létező irányelveket (vagy rendeleteket) nem lehet elég gyorsan hozzáigazítani a rendkívül gyorsan változó piaci körülményekhez. Minden egyes változtatásnak – bármilyen kicsi és technikai legyen is –

végig kell járnia az előbbi döntéshozatali eljárás összes lépcsőfokát. Pedig az innováció szinte naponta hoz létre új termékeket és technikákat, a dereguláció és a verseny hatására semmi sem vehető biztosra a pénzügyek világában. Továbbá, kijenthető az is, hogy a jelenlegi rendszer által kitermelt jogszabályok gyenge minőségűek. Ezt fokozza a szövegek gyakori kétértelműsége, ami teret nyit a következtetlen alkalmazásnak. Az Európai Bizottság sokszor maga sem képes a szabályok hatékony betartatására – értékeli a helyzetet Lámfalussy.

Nyilvánvaló tehát, hogy a jelenlegi rendszer igen rosszul működik, és komoly szükség van a reformjára. Ennek több oka van.

Az első és talán legfőbb ok – mondja Lámfalussy - az, hogy a jelenlegi rendszer nem tesz különbséget elsődleges és másodlagos jogszabályalkotás között. A törvényhozó által meghatározott alapelvek és a megvalósítás technikai részletei között, amelyeket a végrehajtó hatalom vagy külön hatóságok határoznak meg a törvényhozótól kapott felhatalmazás alapján nincs eljárásbeli különbség. Ez a különbségtétel gyakorlatilag minden tagállam jogalkotási struktúrájában létezik, csak az Európai Unióéban nem.

További indok a rendszer „fönről lefelé” történő megközelítése. A kezdeményezés az Európai Bizottságtól indul ki, ha az úgy érzi, hogy szükség van jogszabályok alkotására, és erre megvan az alkotmányos alap. A javaslatot utána megvitatják a kormányok képviselői és az euroképviselők (főleg az Európai Parlament gazdasági és pénzügyi bizottságának tagjai). A harmadik ok, hogy a jelenlegi jogalkotás meglehetősen homályos, különösen az Európai Bizottság, de még inkább az Európai Tanács tevékenysége vonatkozásában. Mindezeket a tényezőket figyelembe véve a Lámfalussy által vezetett bizottság által javasolt reform lényege egy négyszintű európai szabályozási rendszer kialakítása.

A bölcsök bizottsága szerint minden pénzügyi szolgáltatásokkal és értékpapírokkal kapcsolatos jogalkotást átfogó elvek fogalmi keretére kell alapozni. A legfontosabbak ezek közül a következők:

- meg kell őrizni az európai értékpapírpiacokba vetett bizalmat;
- fenn kell tartani a prudenciális ellenőrzés magas szintjét;
- támogatni kell a prudenciális ellenőrzést makro- és mikroszinten végző felügyelők munkáját a gazdasági stabilitás biztosításáért;

- biztosítani kell a fogyasztóvédelem megfelelő – a vállalt kockázattal arányos – szintjét;
- tiszteletben kell tartani a szubszidiaritás szerződésbe foglalt elveit;
- serkenteni kell a versenyt és biztosítani kell a versenyszabályok tiszteletben tartását;
- biztosítani kell a szabályozás hatékonyságát és innovációt bátorító voltát;
- figyelemmel kell lenni az értékpapírpiacon európai és szélesebb nemzetközi dimenzióira.

A javaslat lényege – mint említettük - az uniós értékpapírpiacon szabályozásának négarszintű megközelítése körül összpontosul.

Az *első szintet* az európai szabályozási alapelvek képeznék. Ide tartoznának az irányelvek és rendeletek legfontosabb elemei, azok az elvek, amelyek meghatároznák a tőkepiacok szabályozásának lényegét. Mielőtt a Bizottság javaslatokat tenne első szintű alapelvekre széleskörű, nyilvános konzultációkat kellene folytatnia az érintett felekkel.

A *második szint* képezné az első szintű alapelvek végrehajtási szabályrendszerét, a részletszabályokat. Ennek kialakításában a tagállami szabályozó hatóságok, az Európai Bizottság és a felállítandó Európai Értékpapír Bizottság (ESC) szorosan együttműködve venne részt. Az Európai Értékpapír Bizottság mellett ebben a szintben felállítanák még az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottságát (ESRC) is. Európai Értékpapír Bizottság jogalkotási joggal, míg az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága tanácsadói joggal lenne felruházva. Mindkét bizottság magas rangú tisztviselőkből állna. A második szint lényege tehát az, hogy az értékpapír-piaci részletszabályok megalkotását egy szakmai jogalkotó intézményhez delegálnák a nagyobb rugalmasság elérése érdekében, de teljes összhangban az Európai Unió jogalkotási szabályaival.

Az ESC feladata:

- szabályozási bizottságként (*regulatory committee*) működne, amely három hónapon belül szavaz az Európai Bizottság javaslatáról;
- az Európai Bizottság tanácsadó testülete lenne az első szintű jogalkotásban;
- tanácsot adna az Európai Bizottságnak az ESRC-nek biztosítandó, a fentiekben második szintűnek nevezett jogkörök esetében.

Az ESRC-t a tagországok szabályozói alkotják. Az ESRC konzultációi négy alapelvet követnek:

- konzultáció a koncepció kibocsátása alapján (három hónap);
- konzultáció a piacokkal és a végfelhasználókkal a javaslattevő alapján;

- meghallgatások, kerekasztal-megbeszélések, internetes viták;
- a beérkezett vélemények csatolása az ESRC végleges ajánlásaihoz.

A második szint munkamódszere a következőképpen foglalható össze: az első szinten hozott döntés alapján az Európai Bizottság felkéri az ESRC-t, hogy meghatározott időkereteken belül dolgozza ki a megvalósítás részleteit. A piaci szereplőkkel folytatott konzultáció után az ESRC továbbítja tanácsait az Európai Bizottságnak, amely megfontolja azokat, majd továbbítja javaslatát az ESC-hez, amely végül szavaz a javaslatról. [Lámfalussy, 2002].

A *harmadik szintet* az európai szabályozó hatóságok szoros együttműködése képezné az első és második szintű jogszabályok átvételének és végrehajtásának ellenőrzésére vonatkozóan. Ez a szint tehát alapvetően az első és második szinten hozott közösségi jogszabályok tagállamok által történő átvétele és alkalmazása. Ezen a szinten az ESRC új szerepet kap: nem mint az Európai Bizottság tanácsadója tevékenykedik; új szerepe a következetes átvétel és alkalmazás biztosítása. Attól, hogy a második szinten az ESRC kulcsszerepet játszik az irányelvek tartalmának meghatározásában, valószínűleg még nagyon hosszú utat kell megtennie ahhoz, hogy hatékony segítője legyen az átvételi eljárás koordinálásának. A harmadik szinten tehát az a cél, hogy fokozatosan javuljon a jogszabályok tagállami alkalmazása. Az ESRC-ben egyhangú döntések szükségesek. Az ESRC szerepe az lenne, hogy konzisztens útmutatásokat készítsen az adminisztratív szabályozásokhoz; közös értelmező ajánlásokat és standardokat bocsásson ki; vesse össze és értékelje a tagállami szabályozási gyakorlatokat; illetve, hogy ellenőrzéseket folytasson le.

A *negyedik szintet* a közösségi szabályok szigorú kikényszerítése jelentené, elsősorban az Európai Bizottság, mint a közösségi jog végrehajtásának őre által.

A jelentés megállapítja még, hogy kulcsfontosságú a két felállítandó szakbizottság mandátumának és eljárási szabályainak pontos meghatározása, a döntéshozatali mechanizmus működése során a legszélesebb transzparencia biztosítása, illetve a második szintű jogszabályok meghozatalának fix időpontokhoz kötése a kiszámíthatóság megteremtése érdekében. A jelentés külön hangsúlyozza az intézményközi egyensúly fenntartásnak fontosságát, különösen tekintettel a Parlament szerepére. A jelentés

előirányozza, hogy az új, négyszintű szabályozási rendszer hatékonyságát félévenkénti ellenőrzésnek, és 2004-ben teljes, nyilvános felülvizsgálatnak vetik alá.

Összefoglalva, a Bölcsek tehát abból kiindulva, hogy az amerikai tőkepiac sokkal egységesebb, hatszor nagyobb és kétszer jövedelmezőbb az európainál, valamint, hogy a közös valuta jövője is jelentős mértékben függ az európai tőkepiacok minőségétől, radikális lépéseket javasoltak az EU vezetőinek a tőkepiacok elmaradottságának és szétaprózottságának megszüntetésére.

Elvetették végül is a páneurópai szuperfelügyeleti hatóság ötletét, helyette egy európai értékpapír-bizottság létrehozását javasolják. Azért nem javasolták egy egységes uniós értékpapír-felügyelet felállítását. Egyrészt, azért mert előbb meg kell oldani az uniós pénzügyi jogalkotás akut problémáit, és csak ez után lehet működőképes egy egységes felügyelet. Másrészt, mert az egységes uniós felügyelet felállítása új szerződést igényelne (mint ahogyan az Európai Központi Bank felállítása sem volt lehetséges a maastrichti szerződés nélkül). Egy új szerződés megtárgyalása, elkészítése, ratifikálása éveket venne igénybe, a jelenlegi helyzet reformja viszont sürgősen szükséges. E nélkül a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv megvalósítását nem lehetne befejezni 2004-ig. Mint a későbbiekben látni fogjuk, az Európai Konvent megfelelő munkacsoportja sem merészkedett egy egységes európai pénzügyi felügyelet felállításának javasolásáig.

Az Európai Unió célul tűzte ki, hogy minden cég uniós „útlevelet” kapjon, amely feljogosítja, hogy bárhol a közösség területén, valamint az interneten tőkét gyűjthessenek és befektethessenek.

Addig is azonban felgyorsítanak a nemzeti szabályozások összehangolását, és pénzügyi szolgáltatások minden területének liberalizálását. A legfontosabb rövid távú feladatok az EU belső piacán az értékpapír-forgalom egységesítése, az elektronikus kereskedelem egységes szabályozása, a spekulációra vonatkozó törvények harmonizálása. A következő lépés a befektetési alapok és a pénzügyi szolgáltatások teljes liberalizálása lesz, ehhez azonban a többi között adóreformra is lesz szükség.

Elmondhatjuk tehát, hogy Európai Unió igazi áttörést értek el az a pénzügyi szolgáltatások szabályozása területén azzal, hogy elfogadták a Lámfalussy-jelentést. A tagországok

egyetértésre jutottak arról is, hogy 2005-ig teljes mértékben végrehajtják a Pénzügyi Szolgáltatási Akciótervet, és mindent megtesznek azért, hogy már 2003 végére egységessé tegyék értékpapír-piacaikat.

Az euró 1999-es létrehozása elvben megteremtette az egységes európai tőkepiacok lehetőségét, ám a nemzeti értékpapírtörvények és számviteli elvek különbözősége miatt a piac a gyakorlatban továbbra is megosztott. A Lámfalussy-féle reform elfogadása – mind az Európai Bizottság, mind a tagállamok, mind a szakma szerint - óriási lépés, igazi áttörés az egységes európai tőkepiac felé.

2002. végén újabb hatalmas előrelépés látszik kibontakozni az egységes európai szabályozáshoz vezető úton: konszenzus látszik kialakulni a döntéshozók között arról, hogy a Lámfalussy-módszer alkalmazását kiterjesszék a banki és a biztosítási szektorra is, sosem látott módon felgyorsítva ezáltal a jogi reformokat.

Az Európai Parlament mindeközben 2002. november 21-én két, a Lámfalussy-módszer tematikáját közvetlenül, vagy közvetve érintő határozatot fogadott el.

A parlamenti képviselők szerint a közelmúlt pénzügyi botrányai miatt javítani kell a pénzügyi rendszer európai-szintű monitoringját, de annak intézményrendszeréről még korainak ítélték a döntés meghozatalát. Az EP ezért a tagállami monitoring szervek kooperációjának javítására hívott fel. Ez az együttműködés elvezethet a későbbiekben egy vagy több közösségi-szintű monitoring hatóság létrehozásához. A legfőbb szempont az kell, hogy legyen, hogy a magakadályozzák a tagállamokat abban, hogy a pénzügyi piacok integrációjának akadályát képező intézkedéseket hozzanak meg. Sok parlamenti képviselő egyetlen közös monitoring hatóság felállítását szeretné, de sokan ezt egy bürokratikus szörnyszülöttnek aposztrofálták a vita során.

A Lámfalussy-módszernek a biztosítási és bankszektori törvényhozásra való kiterjesztésének – a Tanács által már elfogadott - ötletét az Európai Parlament meglehetősen „kelletlenül” fogadta. Az EP határozata szerint erre még nem érett meg az idő, mert az Európai Konvent még mindig nem tudott megoldani egy sor problémát a jogszabályalkotó szakszervezetek demokratikus ellenőrzése témájában. Ez kevésbé bonyolult annyit jelent, hogy az EP szabotálni próbálja a kezdeményezést, mert

hatalmának további csökkenésétől tart. Az EP egyik prominense elmondta, hogy a Parlament nem ellenséges ugyan a Lámfalussy-módszerrel szemben, de nem kíván üres csekket kiállítani. Szükség van a jogalkotás „demokratikus kontrolljára”.

Az idő kerekét azonban nem lehet megállítani! Az Európai Bizottság szakértőivel, illetve a tagállamok brüsszeli diplomataival beszélgetve világos, hogy a Lámfalussy-módszert kiterjesztik a banki és a biztosítási területre is. Ezt támasztja alá a 2003 februárjában felröppent hír két új intézmény létrehozásáról. Az Európai Unió két új szerv felállítását tervezi, amelyek a bankok és a biztosítók szabályteremtésével és felügyeletével foglalkoznának.⁷⁵

Az új bizottságok felgyorsítanák a jogszabályalkotást ezekben az ágazatokban is, de a közvetlen ellenőrzést teljesen a nemzeti pénzügyi felügyeletre hagynák. A két intézmény lehetne a magja egy majdani egységes EU felügyeletnek, ha az unió ennek felállításáról dönt. A testületeknek még közel egy évig valószínűleg nem lenne tényleges hatalmuk, az EU tagállamok már megkezdték a küzdelmet a testületi székhelyekért és a vezető posztokért. London, Frankfurt és Bonn máris felajánlotta a házigazda szerepét.

A szükséges szabályozási keret tehát formálódik ahhoz, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió adta lehetőségeket az európai pénzügyi szolgáltatók és a piacok megfelelő módon kiaknázzák, illetve, hogy a közös valuta bevezetése által támasztott kihívásoknak megfeleljenek. Erről szól majd az 5. rész.

4. 3. Egyéb fejlemények

Az alábbiakban – messze a teljesség igénye nélkül – kiemelnénk néhány további fontosabb, a szabályozási továbbfejlődéshez kapcsolódó eseményt.

⁷⁵ MTI. 2003. február 6.

Frits Bolkestein, az Európai Bizottság belső piaci ügyekért felelős tagja az alábbiak szerint foglalta össze a Európai Unió döntéshozói előtt álló feladatokat és azok megoldásának módját⁷⁶.

Az európai gazdasági integráció gyorsuló ütemben halad előre. Az EU az alábbi eszközökkel kívánja ezt a folyamatot elősegíteni, gyorsítani:

- helyzetbe hozás (enabling)
- rendelkezésre bocsátás (delivering)
- kikényszerítés (enforcing)

A helyzetbe hozás azt jelenti, hogy a vállalatoknak, az egyéneknek lehetőségeket kell adni, lehetőséget arra, hogy megtegyenek dolgokat, nem pedig meggátolni őket ebben. Ebbe beletartozik az, hogy a vállalatok tőkéhez juthassanak hatékonyan és olcsón, egy likvid és mély európai tőkepiacon, egységes tőkepiaci és egységes számviteli szabályokkal. Lehetővé kell tenni, hogy a kis és nagybefektetők a pénzügyi termékek lehető legszélesebb köréhez férjenek. Vagyis a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv célkitűzéseit érvényre kell juttatni. Fontos előrelépés, hogy az értékpapírpiacok területén bevezetett Lámfalussy-módszert a banki és biztosítási jogalkotási területen is alkalmazni fogja az EU.

Ami a rendelkezésre bocsátást illeti a legfontosabb feladat az egységes forgalombahozatali tájékoztató (prospektus) bevezetése, amelyet egész Európában elfogadnak a hatóságok. Növelni kell a vállalatok jelentési fegyelmét és az átláthatóságot. Növelni kell a pénzügyi jelentések és az audit minőségét. A kikényszerítés természetesen az EU

jogszabályokra és rendelkezésekre, valamint a fair verseny megőrzésére vonatkozik.

A 2002-es év egy másik kiemelkedő szabályozási eseménye az EU *versenyfelügyelet* tervezett reformja. Megkerülhetetlenné vált az európai uniós versenypolitika radikális átalakítása: a luxemburgi Elsőfokú Bíróság semmisnek nyilvánította az Európai Bizottság

⁷⁶ "A single capital market in Europe: challenges for global companies" Speech by Commissioner Frits Bolkestein Member of the European Commission in charge of the Internal Market and Taxation. Address to conference organised by Institute of Chartered Accountants in England and Wales. Brussels, 10th October 2002.

két, egyenként több milliárd eurós vállalati fúziót megvétőző döntését. Mario Monti, a bizottság versenypolitikáért felelős tagja olyan reformtervezetet terjesztett a tagországok elé, amely a jövőben jelentősen korlátozhatja a bizottság hatalmát a vállalati felvásárlások és fúziók területén.

Az Európai Bíróság verdiktje szerint a bizottság versenypolitikai ügyekért felelős döntéshozó szerve alaptalanul és kielégítő bizonyítékok nélkül hiúsította meg két csomagolástechnikai cég, a svéd–svájci Tetra Laval és a francia Siedel fúzióját, illetve elmarasztalta a Bizottságot, amiért megvétőzte két francia elektronikai óriás, a Scheider és a Legrand csoport tervezett összeolvadását. Mindkét brüsszeli döntést hatályon kívül helyezték.

A két ítélettel erősen megingott Brüsszel Európában és az Egyesült Államokban egyaránt rettegett monopóliuma a vállalati fúziók és felvásárlások engedélyezésének folyamatában.

A Bizottság versenypolitikai jogköre ugyanis nem csupán az unión belüli ügyekre terjed ki, hanem az amerikai piacon tervezett s az unióban vitatott fúziók esetére is. A Bizottság 1990 óta 2100 ügyet vizsgált, s összesen 51 esetben hozott tiltó határozatot. A legnagyobb port felvert beavatkozásra – amelyről a második részben már szóltam – 2001. folyamán került sor, amikor az európai versenyegyensúly sérülésére hivatkozva Monti megvétőzte két amerikai óriáscég, a General Electric és az energetikai mamutvállalat, a Honeywell 42 milliárd dollár értékű egyesülését.

Az EU a versenyfelügyelet reformjában látja az ellentétek, nehézségek feloldásának egyetlen lehetőségét. Reformjavaslatai közül talán a legfontosabb egy különleges hatáskörrel felruházott ”versenybíróság” tervezett felállítása az Európai Bíróságon belül: a vállalatok ehhez a fórumhoz fellebbezhetnének egy esetleges brüsszeli vétó után, ráadásul anélkül, hogy a vizsgálati időszakban fel kellene függeszteniük a fúziós előkészületeket.

A versenyfelügyeleti reform lényege az lesz, hogy a Verseny Főigazgatóságot szakmailag megerősítik, megreformálják a döntéshozatali folyamatokat, és megváltoztatják a szakmai elbírálás módszereit: világos iránymutatásokat fogadnak el a horizontális összeolvadásokra vonatkozóan, annak érdekében, hogy csökkentsék a jogi bizonytalanságot e tekintetben. Bár továbbra is alapvető szempont marad, hogy a fúzió nyomán létrejött új vállalat ne

kerüljön domináns helyzetbe a piacokon, az érintettek több teret kapnak arra, hogy akár még a döntési eljárás idején orvosolhassák a brüsszeli aggályokat. A cégek a tervezett fúziókkal kapcsolatos bizottsági aggályokkal már a vizsgálat korai szakaszában megismerkedhetnek, és az eddiginél három héttel hosszabb időt kapnak arra, hogy megtegyék észrevételeiket. Mind az érintett cégek, mind Brüsszel kérheti a jelenlegi négy hónapos vizsgálati idő egy hónappal történő meghosszabbítását.

Még egy jelentős fejlemény, miről szót kívánunk ejteni: az Európai Konvent⁷⁷ Gazdasági Kormányzás Munkacsoportja végső jelentésének pénzügyi piacokkal foglalkozó része. A Konvent alapvetően az európai közös felépítmény jövőjével foglalkozik, és mint egy kvázi alkotmányozó szupranacionális „nemzetgyűlésnek” lehetősége van forradalmi jelentőségű javaslatokat is tenni.

A Konvent Gazdasági Kormányzás Munkacsoport munkaterületének legfontosabb kérdései a monetáris politika, a Stabilitási és Növekedési Egyezmény, a gazdaságpolitikai koordináció kiterjesztése, az adóharmonizáció továbbvitele, a pénzügyi szolgáltatások és pénzügyi piacok jövője, az Európai Központi Bank legitimációja és elszámoltathatósága, az Eurogroup jövőbeli szerepe, az euró külső képviselése.

A Munkacsoport 2002. októberében elkészített zárójelentésében⁷⁸ pozitívan értékelte a Lámfalussy jelentés alapján bevezetett egyszerűsített jogalkotási módszer bevezetését, és

⁷⁷ Az Európai Tanács 2001. decemberi laekeni ülésének egyik legfontosabb eredménye az Európai Unió jövőjéről szóló Nyilatkozat elfogadása volt. Az Európai Tanács az Európai Unió továbbfejlődésével kapcsolatos kulcskérdések megvitatására s a lehetséges válaszok megtalálására Európai Konventet állított fel. Ez egyben az Európai Unió következő kormányközi konferenciáját előkészítő testület, melynek elnöke Valéry Giscard d'Estaing, alelnökei Giuliano Amato és Jean-Luc Dehaene, tagjai a tagállami kormányok 1-1, a nemzeti parlamentek 2-2, az Európai Parlament 16 képviselője és az Európai Bizottság 2 tagja. Az Európai Konvent alapvető célja, hogy áttekintse az Európai Unió jövőbeni fejlődésének kulcskérdéseit és irányait, és hogy megtalálja azokra a megfelelő válaszokat. Az Európai Konvent egy merőben új intézménye az Európai Unió intézményrendszerének. A Konvent nemcsak fórumként szolgál a különböző kormányzati-, parlamenti- és más képviselők számára, hanem nyilvános ülései és mindenki által hozzáférhető dokumentumai révén a legszélesebb nyilvánosságot igyekszik biztosítani az európai kontinens lakói számára. A munkafolyamat első fázisáról, amely 2002 márciusában kezdődött, Valéry Giscard d'Estaing-nek jelentést kellett készítenie az Európai Tanács 2002 júniusi sevillai találkozására. A munka második szakaszát 2002 őszére kell lezárni, és a Konvent 2003 júniusában ér véget. A Konvent záródokumentuma kiindulópont lesz a 2003 őszén kezdődő kormányközi konferenciához. A 2004-es júniusi európai parlamenti választások a várakozások szerint a EU-bővítés első körét megelőzően zajlanak le. A Konvent a legfontosabb feladatokra munkacsoportokat hozott létre. Egyike ezeknek a Gazdasági Kormányzás Munkacsoport.

⁷⁸ European Convention, Working Group VI Economic Governance CONV 357/02WG VI 17, Brussels, 21 October 2002.

nyugtázta, hogy további egyeztetések folynak arról, hogy ezt a módszert kiterjesszék a pénzügyi szolgáltatások többi szektorára is.

A Munkacsoport először javaslatot tett egy európai-szintű pénzügyi szolgáltatási felügyelet létrehozására is, de ez a javaslat végül kimaradt az előterjesztésből, csakúgy, mint a Lámfalussy-féle Bölcsek javaslatából.

A pénzügyi szolgáltatások területén a legfontosabb szervezeti változás a közösségi intézményrendszerben az új Pénzügyi Szolgáltatási Bizottság (Financial Services Committee -FSC), tanácsi munkacsoport létrehozása lesz.

Ejtettem már szót az adózás harmonizációjának és az igazán szabad egységes belső piac kiépülésének összefüggéséről. Természetesen ezt nem csak én, vagy az Európai Bizottság döntéshozói látják így. Az európai vállalatok is az EU-n belüli adóharmonizációt sürgetik - derül ki egy friss felmérésből, ami 1000 cégvezető megkérdezésével készült az amerikai UPS megbízásából.⁷⁹ A hét uniós tagállamban végzett kutatásból kiderül, az üzleti élet szereplői szerint az adók összhangba hozása lenne a legnagyobb lépés az egységes belső piac létrehozása felé. Ezt jóval fontosabbnak tartják az olyan, terítéken lévő kérdéseknél, mint a nyugdíjrendszerek harmonizálása, illetve az elektromos piac, a postai szolgáltatások, vagy a vasút liberalizálásánál. Az Európai Bizottság ilyen szándékát mindeddig blokkolták a tagállamok. A leginkább a magas adóterheket viselő országokban támogatják a harmonizálást, míg az alacsony adószintet alkalmazó Nagy-Britanniában a legkevésbé lelkesek a terv iránt.

Az adózás azonban a nemzeti szuverenitás egyik szent tehene, rendkívül nehéz feladat az előrehaladás. A jelenleg folyó Konvent kiváló alkalom lehet arra is, hogy az adózási kérdéseket kivegyék az egyhangú döntést igénylő területek közül, és átsorolják azon kérdések közé, amiről minősített többséggel dönthetnek a tagállamok. Nehéz elképzelni ugyanis a gyors előrehaladást úgy, hogy mind a 25, vagy még több tagországnak vétőjoga legyen egy új adózási jogszabály megalkotásakor.

⁷⁹ Bruxinfo. 2003. január 21.

Végezetül megemlíteném még az ún. Európai Vállalat esetét. Több évtizedes előkészítő munka után a miniszteri tanács 2001-ben elfogadta a közvetlenül az uniós jog alá rendelt, úgynevezett európai vállalat létrehozásának lehetőségét megteremtő rendeletet, illetve az ilyen vállalatoknál alkalmazott munkavállalók döntéshozatalba való bevonását szabályozó irányelvet.

A *Societas Europaea* latin név alapján SE rövidítéssel illetett európai vállalat jogi formája lehetőséget teremt a több, mint egy tagországban működő cégeknek arra, hogy a közösség egész területén az egységes, Brüsszelben meghatározott szabályok szerint működjenek. A több országban tevékenykedő cégek a menedzsmentet és a beszámolási rendszert érintő közösségi normák révén jelentős megtakarításokat érhetnek el az adminisztratív és jogi költségek lefaragásával. A jelenleginél egyszerűbbé és olcsóbbá válik majd a kontinens egészét behálózó leányvállalatok alapítása és működtetése. Az SE által nyújtott új lehetőségek számos vállalat számára megkönnyítik a határokon átnyúló tevékenységekhez fűződő előnyök kiaknázását. A tervezett jogszabály a lisszaboni csúcson megfogalmazott elvekkel összhangban tehát jelentős mértékben hozzájárulhat az uniós gazdaság versenyképességének növeléséhez. Mindemellett az SE garanciákat nyújt majd arra, hogy a jövőben se sérüljenek a munkavállalók eddig kivívott egyetértési és részvételi jogai. Az SE koncepciója azonban még távolról sincs készen, kidolgozásra vár többek között a sok vitára okot adó adózási szabályozás. A tervek szerint az Európai Vállalat intézménye leghamarabb 2004. körül válhat működőképes valósággá.

5. A REGIONÁLIS DIMENZIÓ, a Gazdasági és Monetáris Unió

5. 1. Általános megállapítások

Az euró hatása az európai pénzügyi rendszerre abban mérendő, hogy mennyire volt sikeres azok fejlődésének elősegítésében, hogyan járult hozzá az intézmények és a teljesítmények erősödéséhez. Kétségtelen, hogy az euró bevezetése utáni összeurópai piac nagyobb, mint a bevezetés előtt a nemzeti piacok összessége. A hitelezők oldaláról nézve, ahogy csökkent a valuta és árfolyamkockázat már az euró tényleges bevezetése előtti felkészülési szakaszban, a bankok és befektetők elkezdtek az egyes kibocsátók, hitelfelvevők kockázatát vizsgálni, ahelyett, hogy a kibocsátó országának kockázatát vették volna elemzés alá. Ennek következtében kialakítottak egy olyan kockázatelemző kultúrát, amely sokkal jobban megfelel egy határon-átnyúló portfólió létrehozására, és menedzselésére. A befektetők egyre inkább egy pán-európai stratégiai szemlélet alapján működnek. A hitelfelvevők oldaláról nézve, az EMU megnövelte a piaci alapú finanszírozási módszerek népszerűségét, lehetővé téve számukra, hogy egy jóval szélesebb, nemzetközi körből merítsenek tőkét.

Mindez természetesen a határon-átnyúló verseny megerősödését eredményezte, mind a lakossági, mind a nagyvételű (wholesale) szegmensben. Az új feltételek változásra sarkallták a pénzintézetek stratégiaformálóit is: a legfontosabb stratégiai cél az lett, hogy az adott intézmény összeurópai szinten jelenjen meg az ügyfelek, és versenytársak előtt. A piaci szegmentáltságból eredő – a pénzintézetek számára a később ismertetendő speciális okok folytán esetenként jelentkező - anyagi előnyök rohamosan fogyatkoznak. Az euró bevezetésének további fontos következménye, hogy rávilágított az intézményrendszer elégtelenségeire, illetve egyes üzleti területek esetében arra, hogy a túlzott verseny-nyomás akadályát képezheti a lehetséges maximális hasznosság kiaknázásának. Az euró bevezetése reflektorfénybe helyezte az eltérő nemzeti

hagyományokból eredő inkonzisztens jogi szabályozási rendszerek, piaci infrastruktúrák, és gyakorlatok tarthatatlanságát, illetve annak szükségét, hogy jelentős mértékű harmonizáció következzen be.

Vizsgáljuk meg röviden milyen módon befolyásolja a pénzügyi rendszerek integrációja a gazdasági növekedést.

Világos, hogy ha a pénzügyi rendszer hatékonyabban képes közvetíteni a megtakarításokat (azaz alacsonyabb tranzakciós költségekkel, és magasabb megtérülési lehetőségekkel a megtakarítók számára), akkor több megtakarítás áll a termelő beruházások rendelkezésére. A pénzügyi rendszer három úton képes javítani a befektetési teljesítményt, vagyis elősegíteni a növekedést.

- Portfólió-diverzifikáció. A pénzügyi rendszeren keresztül lehetőség van a kockázatok megosztására, ezért a megtakarítók megtakarításaik nagyobb részét hajlandók kockázatosabb projektekbe fektet, amelyek átlagosan nagyobb hasznot hoznak. Továbbá, a tény, hogy beruházás-specifikus események kockázatát fedezni lehet pénzügyi eszközökkel, arra ösztönöz, hogy specializált, egyedei beruházásokba kezdjenek a piaci szereplők, ami kedvező hatással van a gazdaság munkaerő és növekedési eloszlására.
- A befektetések jobb minősége. A pénzügy közvetítők megléte javítja a kiválasztandó beruházási projektek értékelését és kiválasztását, elősegítve a befektetések profitabilitásának megnövekedését. Az átlagos tőkemegtérülés növekszik azáltal, hogy a legprofitábilisabb projekteket lehet kiválasztani, míg a kis megtérülési projekteket ki lehet szűrni.
- Több hosszú-távú projekt. A likvid pénzügyi piacok megléte elősegíti a pénzeszközök hosszabb kifutású projektekbe investálását, amelyek jellemzően termelékenyebbek, mint a rövid távúak.

A fenti három tényező nem csak a rendelkezésre álló tőke mennyiségét, hanem a termelékenységet is növeli.

Az Európai Bizottság Belső Piaci Főigazgatósága felkérte a London Economics-ot, a PricewaterhouseCoopers-t és az Oxford Economic Forecasting-ot, hogy számszerűsítse az EU pénzügyi piaci integrációjának makrogazdasági hatásait. A jelentés¹ 2002 novemberében készült el, és megállapításai a következők szerint összegezhetők.

Az európai pénz- és tőkepiaci integráció megvalósulása esetén a részvénytőke költségei átlagosan 40 bázisponttal csökkennének EU-szerte. A csökkenő klíring és elszámolási költségek következtében további 10 bázispontos csökkenés következne be, összesen tehát 50 bázispontos mérséklődés valószínűsíthető.

A felmérés során megkérdezett nagyszámú piaci szereplő 73 %-a véli úgy, hogy a piaci integráció a brókerek díját, és az egyéb tranzakciós költségeket csökkenti majd. 59 %-uk számít a vásárlási és az eladási árfolyam-különbségek csökkenésére.

A megkérdezettek 47 %-a számít arra, hogy a piaci integráció előrehaladása során a részvényhozamok csökkenni fognak.

46 % vélte úgy, hogy a kötvényfinanszírozás költségei esni fognak. Ebből 71 % úgy vélte, hogy a kötvényhozamok 50 bázispont mértékig eshetnek, 14 % szerint az esés 51 és 100 bázispont között lesz.

A felmérés megállapítja, hogy a részvény-, kötvény-, és banki finanszírozás költségeinek csökkenése, és a kötvényfinanszírozás részarányának növekedése miatt, a pénzügyi piacok integrációjának megvalósulása idején:

¹ London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting: Final Report to the European Commission Directorate-General for the Internal Market: Qualification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets, November, 2002

- Az EU reál-GDP-je 1,1 %-kal (2002-es áron számolva 130 millió euróval) nő;
- Az egy főre eső GDP folyó áron 600 euróval (2002-es áron 350 euróval) nő;
- A vállalati beruházások mértéke 6 %-kal, a magánfogyasztás 0,8 %-kal magasabb;
- A foglalkoztatási ráta 0,5 %-kal magasabb lenne.

Az euróövezet kialakulása jelentősen befolyásolja a Gazdasági és Monetáris Unióba tartozó országok növekedési és makrogazdasági kilátásait, valamint strukturális jellemzőit. A korábbi külkereskedelem belső kereskedelemmé válik, és emiatt a reálgazdaság nyitottsága mérséklődik. Az egységes monetáris övezet kialakulása módosítja a pénzpiaci szerkezetet és a pénzkeresleti függvényeket, aminek következtében megváltozik a gazdaságok reagálása a monetáris politikára és a külső sokkokra, valamint változik a hatékony monetáris politikai eszközök köre és a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa.

Az egységes valuta kialakulása módosítja az euróövezet makrogazdasági kilátásait. Az egyik legfontosabb rövid távú hatás, hogy az európai gazdaságok gyorsabban növekedhetnek. A növekedési többlet fő forrásait az előzőekben láthattuk, de ebbe a körbe tartozik a devizakockázat eltűnése, a piacok egységesülése miatt növekvő skálahatékonyság is. A piaci méretek bővülése által generált keresleti többlet hatékonyabb termelési szerkezetet alakíthat ki. Az egységes valutában denominált széles piacon, a fogyasztók által jobban összehasonlítható árak mellett a piaci verseny bővülni fog, és még inkább egységessé válnak az áru-, a munkaerő- és a tőkepiacok. [Gáspár – Várhegyi, 1999.]

Kedvezően érinti a GDP növekedését a tranzakciós költségek megszűnése az euróövezeten belül, amelyek a különböző számítások szerint a kilencvenes évek elején a GDP 0,5 százalékát tették ki. A maastrichti kritériumok alkalmazása pedig értelemszerűen a kiszorító-hatás csökkenését eredményezi.

Az euróövezet megteremtése jelentősen növelheti a tőkebeáramlást az EMU-hoz tartozó gazdaságokba. A közvetlen tőkebefektetéseket a nagyobb piac, az eltűnő tranzakciós költségek, valamint a termelési tényezők jobb összevethetősége ösztönzi.

A fő bizonytalansági tényezőt az jelenti, hogy mennyiben lesznek aszimmetrikusak a régió gazdaságait érintő megrázkódtatások, és miképpen tudnak ezekhez alkalmazkodni az egyes országok a monetáris politikai eszközök hiányában. Ez a probléma különösen élesen annak a fényében vetődik fel, hogy az EMU-ban éppen azok az eszközök hiányoznak a sokkok kezeléséhez, amelyekre az optimális valutaövezetek elmélete szerint a monetáris uniókban a leginkább szükség van. Ilyenek a régiók közötti erőteljes munkaerő-mobilitás és a központi költségvetési transferek. Ebben a tekintetben az euróövezet sokkal kedvezőtlenebb helyzetben van, mint a korábban létrejött monetáris uniók: a munkaerő mobilitása még az egyes országokon belül is alacsony, a központi költségvetés pedig a közös GDP alig egy százalékát osztja újra. Ugyanakkor az EMU reálgazdasági nyitottságának csökkenése mérsékelheti a külső reálsokkok hatását, ami nagyobb szabadságot nyújt az Európai Központi Banknak az euró külső árfolyamának alakításában.

5. 2 Pénzügyi szolgáltatók

Ami a pénzügyi szolgáltatókat illeti, ők már jelentős előkészületeket tettek az euró bevezetésére való felkészülés során is. Ennek egyrészt technológiai aspektusai voltak, főképp a vállalatirányítási, kereskedési szoftverek, a fizetési rendszerekhez kapcsolódó szoftverek lecserélése.

Sokan az euró bevezetését jó alkalomnak találták arra, hogy amúgy is esedékes technológiai up-date-jüket, illetve a Y2K miatt szükséges beruházásokat egy kalap alatt valósítsák meg.²

Másrészt át kellett alakítaniuk üzletpolitikájukat, részben a tevékenységek újraszűzésével (hitelüzletág leépítése, befektetési és tanácsadási tevékenység erősítése), másrészt egy össz-eurózónai üzletviteli és befektetési stratégia előtérbe helyezésével.

Természetesen az euró bevezetése tovább gyorsította a piaci koncentrációt, sőt az intézmények maguk próbáltak a fúziók elébe menni, mert tudták, ha nem vásárolnak meg más intézményeket, őket fogják rendkívül gyorsan megvásárolni. Ez teljesen racionális stratégia volt egy megnövekedett egységes euró-piacon, ahol természetesen az optimális üzemméret is jóval nagyobb kell, hogy legyen. Ez persze nem ilyen egyértelmű a kisebb, lokális piacokon tevékenykedő intézmények esetében, akiknek nem volt, vagy nincs összeurópai ambíciója.

Az euró bevezetése közvetlenül tehát erősebben hatott a nagy intézményekre, és inkább másodlagosan, a bekövetkező fúziós hullámon keresztül a lokális, vagy regionális piacokat kiszolgáló intézményekre.

Nagyfokú univerzalizálódás, vagyis a különböző profilú pénzügyi szolgáltatók, egymással való fuzionálása zajlik, a banki, a brókeri és biztosítási tevékenységeket egy házon belülre integrálva.

A nagy intézmények inter-szektorális fúzióit, alapvetően az univerzális tevékenység-nyújtás és a piaci jelentőség fokozásának igénye motiválta. A kisebb méretű intézmények pedig főképp a megnövekedett technológiai lehetőségek, távolsági szolgáltatási módok előretörése miatt bekövetkezett költségcsökkenés által tudták univerzálissá tenni tevékenységi körüket.

² Study on the European banking sector. Eurostat - European Central Bank, 2000, Luxembourg

Ezek a folyamatok átalakítják a pénzügyi felügyelet jellegét is, előmozdítva egyrészt az európai felügyelet szorosabb együttműködését, másrészt a különböző szektorok felügyeleteinek országon belüli közelítését. A tagállami felügyeleti struktúrák változatosak, de a piaci trendek mindenhol a szektorális felügyelet szorosabb együttműködését, néhol összeolvadását eredményezik.

2001. januárjában indult el például a német felügyeleti rendszer átalakítása, a Bundesbank szerepének leépítésével párhuzamosan. A tervek szerint a banki, a biztosítási és értékpapír-kereskedelmi intézmények felügyeletét egyetlen közös szerv hatáskörébe utalják a mai, integrált pénzügyi piacok által támasztott kihívásoknak megfelelően.

A pénzügyi szolgáltatók tevékenységének súlyeloszlása annyiban, módosult, hogy a likvidebbé és olcsóbbá váló vállalati kötvénypiac felgyorsította a dezintermediációt, ezáltal a bankoknak befektetési banki tevékenység irányába kellett elmenniük. Továbbá az euró bevezetése miatt felgyorsult fúziós hullám miatt az egyik legnagyobb üzlet az M&A tanácsadás, illetve az abban való részvétel lett. Ez a tevékenység természetesen a recesszió során elvesztette népszerűségét.

Az EU tag, de nem euró tag országok pénzügyi piacai és szolgáltatói is sem tudták kivonni magukat a közös valuta bevezetésének hatása alól, hiszen a közös pénzügyi piac, vagy a fizetési rendszerek, illetve éppen a nemzetközi fúziók által, erőteljesen be lettek vonva a piaci fejleményekbe. Ráadásul a jórészt az euró bevezetése miatt szükséges és az azt figyelembe vevő EU szabályozási reform előírásai számukra is kötelező erővel bírnak.

Anglia kimaradván a Monetáris Unió harmadik szakaszából, nem veszítette el vezető pénzügyi piaci szerepét. London tradicionális piaci pozíciójára, fejlett infrastruktúrájára és jól képzett pénzügyi szakembergárdájára alapozva a pénzügyi

szolgáltatások legfejlettebb, „high-tech” szegmenseiben viszonylag egyszerűen megőrizte vezető helyét, noha a hagyományosabb szegmensekben érezhető némi piaci szerepvesztése.

A pénzügyi „keretintézmények” (tőzsdék, elszámolóházak, fizetési rendszerek) körében is hatalmas integrációs hullám indult el.

Az európai pénzügyi piacok és a pénzügyi szolgáltatók jelentős versenyhátrányban voltak az amerikai intézményekkel szemben. Az euró bevezetése önmagában, de főképp az általa előidézett további piaci és szabályozási folyamatok által komoly esély látszik arra, hogy ezt a versenyhátrányt csökkentse a régió. A szolgáltatások hatékonysága és a piaci koncentráció nőtt, a tulajdonosi struktúra alaposan megváltozott a nagyszámú nemzeti, EU, és nemzetközi pénzügyi konglomerátum létrejöttével. Az EU-n belüli határon átnyúló szolgáltatások üteme nagy iramban felgyorsult.

A következő oldalakon arról adunk áttekintést, hogy a pénzügyi piac egyes intézményeire milyen hatással volt és van az euró bevezetése.

Meg kell, hogy jegyezzük azonban, hogy a pénzügyi szolgáltatók között a fúziók és konglomerátumok létrejötte, illetve az univerzális pénzügyi szolgáltatási modell globális elterjedése miatt egyre nehezebb tevékenységi alapú különbséget tenni. A hagyományos univerzális (vagy kontinentális) versus angolszász modell közötti különbségtétel egyre inkább értelmét veszti az utóbbi modell háttérbe szorulásával. Ennek legjelentősebb mérőföldköve, mint már szóltunk róla a Glass-Steagall törvény hatályon kívül helyezése volt. A kontinentális pénzügyi piacokon jellemzően megengedett a bankoknak a befektetési szolgáltatás végzése, sőt egyes tagállamokban, mint Ausztria, a bróker cég fogalma szinte ismeretlen is, hiszen a befektetési szolgáltatásokat a bankok illetékes részlegei nyújtják.

5. 2. 1. Bankok

Tény, hogy az euró bevezetése a *bankok* tevékenységére van a legnagyobb hatással. Az *euró bevezetésére való felkészülés* is a bankok számára jelentette a legnagyobb feladatot. Az EU bankoknál a felkészülés már a harmadik szakasz beindítása előtt egy-két évvel elkezdődött.

A bankoknak már 1998. végétől lehetővé kellett tenniük az eurószámlák nyitását, euróban történő átutalásokat, a TARGET-hez való kapcsolódás (Trans European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer) feltételeit, az eurókártyák nyitását. 2002. elejétől az ügyfélszámlákat, takarékkönyveket automatikusan át kell állítaniuk euróra, biztosítaniuk kell az euró-kézpénz kiadását.

Az euró bevezetése a bankok számára nagyon jelentős átállási költségekkel járt, ami elsősorban a EMU-ban részt vevő országok bankjait érintette, de őket kompenzálták az egységes valutából származó előnyök. A nem euró-övezeti bankoknak szintén fel kell készülniük (valutaportfólió-átállítás, hitelstruktúra, kamatkockázat-kezelés stb.), számukra viszont az előnyök kevésbé jelentkeztek. Az Európai Unión belüli bankoknak a felkészülés mintegy 10 milliárd ECU-be került, ami három éven át az éves banki összes folyó üzemi költségek 2 százalékát tette ki.³

A költségek között a legjelentősebb az információs technika átállítása (az összkiadás több mint fele), az átálláshoz szükséges felhasználói ismertetések elkészítése, a marketingkiadások (az összköltség körülbelül 15 százaléka), valamint a bankon belüli képzési ráfordítások (az összes kiadás egytizede).

³ Gál Péter: A bankrendszer átrendeződése és az euró, Közgazdasági Szemle, XLV. évf., 1998 december.

A Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (Dg Ecfín) 2001 szeptemberében hozta nyilvánosságra második felmérését arról, hogy a bankok milyen eljárásokat követtek az euróra való áttérés menedzselése során.⁴

A vizsgálat során 2001 augusztusában 18 kérdést tettek fel 34 meghatározó jelentőségű európai banknak a témában. Ennek rövid értékelést tekintjük át a következőkben. Noha természetes, hogy a piaci helyzet azóta lényegesen megváltozott, és az alábbi értékelés csak egy múlt helyzet felmérésére alkalmas, de mégis érdekes lehet felidézni, mivel ebből kézzelfoghatóan kiderül, hogy milyen technikai-logisztikai-menedzsment döntéseket kellett meghozniuk a bankoknak az euró-készpénz bevezetése előtt.

Kérdés: Használnak-e kettős megjelölést (euró és hazai valuta) az ügyfelek számláin?

Értékelés: 97 %-uk még használta a kettős megjelölést.

Kérdés: Mikor fogják beszüntetni a kettős megjelölést?

Értékelés: A bankok többsége (54 %) a kettős pénzrendszer végével meg kívánta szüntetni a kettős megjelölést.

Kérdés: Gyorsan kívánják-e az ügyfelek számláinak átváltását megtenni, és ha igen mikor kezdik?

Értékelés: A bankok 30 %-a júliusban, 16 %-a szeptemberben, 22 %-a októberben megtette az átváltást.

Kérdés: Mi a helyzet a nemzeti valutában kibocsátott csekk-könyvekkel 2001-ben?

Értékelés: A bankok több mint a fele már 2001-ben automatikusan kicserélte a csekk-könyveket euró csekk-könyvekre.

⁴ Second survey of the policy adopted by banks in preparing for the transition to the euro, Brussels, 17 September, 2001, BA D(2001) ECFIN 531-EN

Kérdés: Kívánják-e értesíteni a kiskereskedő ügyfeleiket arról, hogy a POS berendezéseket át kell állítani az euró bevezetése miatt (amennyiben a kiskereskedő a készülék tulajdonosa)?

Értékelés: A bankok 60%-a már írásban értesítette a kérdéses ügyfeleit.

Kérdés: Az ATM készülékeik hány százaléka lesz képes euró bankjegyek kiadására 2002. január 1-én?

Értékelés: Az ATM-ek 83%-át tervezték alkalmassá tenni az euró-kézpénz kiadására. Megjegyzés: utólag visszatekintve a kézpénz bevezetése is meglepően simán lezajlott. Az európaiak sokkal könnyebben fogadták el az új valutát, mint azt akár a legoptimistábbak is remélni merték volna. A szerző személyes élménye, hogy csakúgy, mint Európa számos más városában is, Brüsszelben is hatalmas sorok kígyóztak a kézpénz automaták előtt szilveszter éjszaka. Az emberek alig várták, hogy kezükbe vehessék az új európai valutát, az európai integráció első igazi, kézzelfogható jelképét. 2002. január első hetének végén már az ATM-ek 98 %-át képessé tették arra, hogy eurót adjon ki. A második hét végére az összes ATM képes volt erre.

Kérdés: Az ATM-ek nemzeti valutákat is kiadnak 2002-ben?

Értékelés: A bankok 70 %-a, kizárólag eurót kívánt forgalmazni az ATM-eken keresztül.

Kérdés: Melyik euró címletet fogják leginkább betölteni az ATM-ekbe?

Értékelés: A bankok 73 %-a az 5, illetve 10 eurós címletet tervezte a leginkább betölteni. (Ez azonban nem bizonyult elégségesnek, sok helyütt a 20 eurós címlet volt a legkisebb elérhető címlet, mivel az első napok rohama kiürítette a kisebb címleteket.)

Kérdés: A kettős forgalom idején milyen átváltási lehetőségei lesznek a saját ügyfeleknek?

Értékelés: A bankok 65 %-a fogadta el az Európai Bizottság ajánlását arra vonatkozóan, hogy ebben a periódusban a bankok biztosítsanak díjmentes átváltást korlátlan mennyiségben saját ügyfeleiknek, amennyiben azok előre bejelentik szándékukat.

Kérdés: A kettős forgalom idején milyen átváltási lehetőségei lesznek a nem saját ügyfeleknek?

Értékelés: Az Európai Bizottság ajánlása az volt, hogy a bankok biztosítsanak díjmentes átváltást egy bizonyos plafonig. Ezt a bankok 81 %-a elfogadta.

Kérdés: A kettős forgalom lejárta után milyen átváltási lehetőségei lesznek az ügyfeleknek?

Értékelés: A bankok 57 %-a ebben az esetben is korlátlan mértékű díjmentes átváltást ígért saját ügyfeleinek.

Kérdés: Beváltak-e 2002-ben más euró-övezeti valutát, és ha igen meddig?

Értékelés: A bankok 62 %-a vállalta ezt a kettős forgalom ideje alatt. 30 %-uk március végéig.

Kérdés: A kettős forgalom ideje alatt felszámítanak-e kezelési költséget a kiskereskedőknek a nemzeti valuta bankjegyeinek beszállításakor?

Értékelés: A bankok 83 %-a nem tervezte ezt.

Kérdés: A kettős forgalom ideje alatt felszámítanak-e kezelési költséget a kiskereskedőknek a nemzeti valuta érméinek beszállításakor?

Értékelés: A bankok 76 %-a nem tervezte ezt.

Kérdés: Milyen értéknapal fogják a kiskereskedőknek felszámolni a pénzfeltöltés költségét amennyiben a kiskereskedőnek nincs biztosítéka, illetve amennyiben van neki?

Értékelés: Ha a kiskereskedőnek nincs biztosítéka (letét, vagy hitelkeret) a bankok 47 %-a csak január másodiki értéknapal számítja fel a pénzfeltöltési költségeket, amennyiben az adott kiskereskedőnek van biztosítéka, ez az arány 74 %.

Kérdés: A kiskereskedő ügyfelek közül milyen pénzfeltöltési-igény arányra számítanak?

Értékelés: Átlagosan 48 % volt a válasz, de jelentős különbségek voltak a várakozásokban. (Ausztria: 75 %, Finnország: 12 %.)

Kérdés: Tervezik, hogy euró-átváltó tájékoztatót adnak az ügyfeleknek?

Értékelés: A bankok legtöbbje tervezte ezt.

Kérdés: Tervezik, hogy euró-átváltó eszközöket adnak az ügyfeleknek?

Értékelés: A bankok egyharmada tervezte ezt.

Az üzemi költségek jelentős növekedése relatíve javította az óriás bankok versenyfeltételeit, hiszen az átállási ráfordítások nagy része nem méretspecifikus, tehát a fajlagos kiadások a nagy bankok esetében lényegesen alacsonyabbak. A tranzíciós költségek egy részét egyébként az EU-n kívüli bankoknak is viselniük kell.

A kezdeti felkészülési költségek mellett az euró más jövedelmezőséggrontó hatásokkal is járt, többek között megszűntek a résztvevő országok közötti konverziós díjak, és csökkentek a tranzakciós műveletekből származó bevételek, ugyancsak megszűnt a részt vevő országok valutáira specializált forexüzletág. Mindez mintegy 3 százalékos bevételkiesést okozott a kereskedelmi bankoknak. Az euró bevezetése előtt, éves szinten az eurót bevezető országok közötti

pénzváltási forgalom mintegy 3000 milliárd dollár volt, az összes valutakereskedelmük 35-40 százaléka.⁵

További nehézséget jelentett, hogy egyes országokban jelentősen növekednek a kötelező tartalékok, ami pótlólagos költséget jelentett a bankoknak.

A bankok számára azonban az egységes pénzpiac, az átláthatóság, a tranzakciós költségek csökkenése, az árfolyamkockázat kiiktatása, a kamatszint- kiegyenlítődési tendenciák jelentős forgalombővítési, és biztonsági előnyöket jelentett, (és persze a már említett negatív jövedelmezőségi hátrányon túl számos üzletág megszűnését vagy visszaszorulását és jelentős foglalkoztatási változásokat is).

A Monetáris Unió harmadik szakaszának bevezetése legkedvezőbb hatással a nemzetközi univerzális nagybankokra volt, ezek további terjeszkedését segítette elő. Az elsősorban helyi igényeket kielégítő kifejezetten kis, specializált pénzügyintézetek helyzetét érintette a legkevésbé, míg a legnagyobb kihívást a nemzeti piacokra alapozó középbankok számára jelentette. Az euró tehát egy kétpólusú bankrendszer kialakulása irányába hat, marginalizálva a klasszikus nemzeti közepes méretű intézményeket. Ezt a helyzetet ragadta meg a Shroders bankház elnöke, amikor mielőtt 2000 februárjában felvásárolta őket az amerikai Citigroup, azt mondta, hogy „túl nagyok voltunk ahhoz, hogy kicsik legyünk, de túl kicsik, hogy nagyok legyünk”.⁶

Általánosan igaz, hogy csökkent a szolgáltatások ára, növekszik a szolgáltatáskínálat, és a tradicionálisan munkaintenzív bankágazatokban nagyszámú munkahely szűnt meg.

⁵ Gonzales S. – Mascarenas J.: Banking macromergers, EMU and Globalisation, in: The Euro and the World, European Commission, DG X. 1998

⁶ Népszabadság 2000. 02. 08.

Az európai pénzügyi rendszer átalakulásának egyik eleme az ún. relationship banking (amikor a bank és a vállalati ügyfél szoros kapcsolatba van egymással, közösen állapodnak meg a hitel feltételeiben, speciális szabályokban) visszaszorulása. Ennek oka a megnövekedett verseny, ami egyrészt a bankok számának csökkenésével, másrészt a nem banki szereplők és az alternatív finanszírozási formák számának a növekedésével járt.⁷

Az EU területén bejegyzett bankok száma a 90-es évek második felétől csökkent, ez a tendencia harmadik szakasz bevezetése után felgyorsult. A bankszektor jelentős létszámleépítést hajtott végre. A legnagyobb leépítések Finnországban következtek be.⁸

Az egységes szabályozás és piac hatására átstrukturálódás történik az európai bankok között, nagymértékben erősödik a koncentráció, és a pénzügyi intézmények közötti összeolvadások száma nő. A nemzetközi verseny erősödése fokozza az összefonódást a részt vevő országok bankjai között egyrészt, másrészt a külsőkkel szembeni relatív diszkrimináció erősödése ösztönzi a külső (elsősorban amerikai) bankok betelepülését a zónába.

Az eurózónán kívüli bankok számára az ECB tartalék-követelményéből való mentességből relatív költségelőnyök származnak. Ezt elsősorban az angol bankok tudják kihasználni. Ugyanakkor az EMU-ban részt nem vevő EU-országokban működő bankok versenyhelyzetét rontja, hogy az euróban és a nemzeti valutában folytatott üzleti tevékenység bizonyos funkciók megkettőzésével jár. Pótlólagos költségek jelentkeznek a kettős elszámolási rendszer miatt, de azért is mert az eurózónán belüli növekvő piacokkal szemben általános versenyhátrányba kerülhetnek.

⁷ "Relationship lending in the euro area" Prof. Otmar Issing's Dinner Speech at the Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October, 2002. The Transformation of the European Financial System.

⁸ Study on the European banking sector. Eurostat - European Central Bank, 2000, Luxembourg

A verseny tehát fennáll az eurózónán belül lévő pénzüintézetek, az eurózónán belüli és kívüli EU-országok pénzüintézetei, illetve az európai, illetve az Európán kívüli pénzüintézetek között is. Mindez tovább ösztönzi a fúziókat – mind a jelenlegi európai nemzetgazdaságok bankjainak versenyképessége érdekében lebonyolított egyesüléseket, mind pedig a különböző típusú nemzetközi pénzüintézeti összefonódásokat. A következő táblázat az európai hitelintézetek számának alakulását mutatja.

5. 1. Táblázat
A hitelintézetek számának alakulása Európában

	1998	1999	2000	2001
Belgium	123	117	118	112
Dánia	212	210	210	203
Németország	3238	2992	2742	2526
Görögország	59	57	57	61
Spanyolország	402	387	368	367
Franciaország	1226	1159	1099	1050
Írország	78	81	81	88
Olaszország	934	890	861	843
Luxemburg	212	211	202	194
Hollandia	634	616	586	561
Ausztria	898	875	848	836
Portugália	227	224	218	212
Finnország	348	346	341	369
Svédország	148	148	146	149
UK	521	496	491	452
Monetáris Unió	8379	7995	7521	7219
Európai Unió	9260	8809	8368	8023

Forrás. ECB

A monetáris unió a banki kockázatok jellegét és kiterjedését is befolyásolta. Csökkent a hitelezési kockázat az euró-övezeten belül, csakúgy, mint a devizakockázat, viszont az országhozkockázat nőtt, mivel a kiesett devizatevékenységüket a bankok a harmadik országok irányába helyezték át. A

likviditási kockázat is csökkent az euró-övezet nagyobb és likvidebb piacának köszönhetően.

Az euró bevezetését általában úgy tekintik, mint aminek pozitív hatása volt a likviditási kockázatra és annak kezelésére, főleg a nagy, nemzetközi téren aktív bankok számára.⁹ A nyílt piaci műveletek és a bankok megnövekedett lehetősége a refinanszírozási eszközök igénybevételére elősegítette a kockázatkezelést.

Az tapasztalható, hogy az Eurosystem műveleti kerete hatékonyan kiszolgálja a bankok napi likviditási igényeit. A leglényegesebb támasza a közös monetáris politika végrehajtásának a TARGET, egy a teljes EU-t lefedő valós idejű bruttó fizetési (RTGS) rendszer, melyet a központi banki műveletek, határokon átnyúló és hazai bankközi, illetve ügyfél átutalások elszámolásánál használnak. A TARGET eredményeként a határokon átnyúló fizetések egyszerűsödtek és a brókerek pozíciója tőzsdezáráskor kiegyenlítődt. A TARGET-ről részletesebben szólunk az 5. 4. 1. fejezetben.

Röviden említést tennék a CLS bankról, amely az iparág válasza a piaci működési elégtelenségekre. A CLS-t egy pár jelentősebb forex kereskedelmi bank képvisel (G20). A devizakereskedelmi (forex) elszámolások során kockázat lép fel az miatt, hogy a valuta-tranzakció két oldala elkülönül egymástól, például az érintett időzónák vagy az alkalmazott technológia intézményrendszerek eltérése miatt. Ezek miatt az eltérések miatt a bank elindítja a tranzakció egyik oldalát (fizet), de nem kapja meg ezzel egy időben a másikat (telesítés), ami kiszolgáltatja a bankot a partner esetleges szállítási kudarcának.

A Monetáris Uniónak nagy hatása volt a partnerbank (corresponding banking) tevékenységre is, mivel a partnerbanki számlák száma jelentősen csökkent és a üzemeltetési folyamatok jóval egyszerűbbé váltak. A méret és a hatékonyság

⁹ Developments in banks' liquidity profile and management, ECB volume, May 2002

fontos tényezők a partnerbanki szolgáltatások végzésében, így a piaci szereplők köre néhány nagyobb szereplőre koncentrálódott. Ennek a fejleménynek világos előnyei vannak a bankok treasury tevékenysége számára, és ez a jelenség tovább erősödött az eurókészpénz bevezetésével, csakúgy, mint a már említett CLS Bank létrehozásával.

A pénzpiacok integráltabbakká, mélyebbekké és likvidebbekké váltak, mint ahogy ez látszik, többek között, az új referencia ráták (benchmark) kifejlődéséből (pl. az EONIA és az EURIBOR), az EU állampapírszegmens harmonizációjából, és abból, hogy nagyobb mennyiségek is hozzáférhetőek a pénzpiacon (bár nem mindegyik lejáratban) és, abból, hogy az átlagos üzleti mérete megnőtt (lásd még részletesebben a következő fejezetekben).

A bankok finanszírozási forrásai, értékpapír portfóliójuk, és partnerkockázatuk változatosabbá vált. Az eurózóna szorosabb integrációja kockázatokkal is jár. A likviditási problémák könnyebben terjedhetnek egyik intézményről a másikra (fertőzési kockázat), és egyik országról a másikra, mivel a bankközi pénzpiaci kereskedelemnek már a fele a határokon át történik.

Ugyanakkor nem minden EU bank üzletel minden más EU bankkal. Ehelyett egy, de facto többemeletes struktúra látszik körvonalazódni a bankközi piacon az Egyesült Királyság, Németország és valamivel kevésbé Franciaország részvételével a határokon átnyúló bankközi tevékenységben. A többi ország határon-átnyúló bankközi kereskedelme szerénynek mondható, néhány regionális jelenségtől eltekintve (pl. az északi országok között). Így kialakult egy rendszer amely a fenti három nagy ország nagy bankjai között zajló interbank tevékenységre alapul. Ugyanakkor a kisebb bankok főleg a nagyobb hazai partnerekkel kereskednek. A nemzetközi piacon aktív nagy méretű bankok számára a tapasztalatok szerint fontosabb egy adott másik bank ratingje, mint a hazai piacokon tevékenykedő bankok számára.

Az értékpapírosodási tendenciára a bankok a befektetéskezelési üzletág erősítésével válaszoltak. A befektetési alapok jelentős része (80 százaléka) ma már banki tulajdonban van Európában. A jelenleg zajló fúziós tendencia háttérében részben az áll, hogy a nagyobb méret elősegíti a nagy nemzetközi vállalatok befektetési-banki igényeinek kielégítését.

Azt azonban meg kell jegyezni, hogy a vállalati kötvénykibocsátás (az ún. értékpapírosodás oka) Európában egyelőre leginkább csak a legjobb minősítésű cégek számára könnyen hozzáférhető. Szintén fontos körülmény, hogy az ilyen kibocsátáshoz sem nélkülözhető valamely pénzügyi szervező, mert aligha feltételezhető a legnagyobb multinacionális vállalatról is, hogy a kötvénykibocsátással vagy vállalati hitelprogrammal járó valamennyi művelet lebonyolítására egymaga képes lenne.

A helyi bankok és a részvény- illetve kötvénykibocsátások kapcsolata az euró bevezetése után megváltozott. Az euró bevezetése előtt az európai tőkepiacok még inkább széttöredezetek voltak, ahol a helyi szereplők hatalmas piaci részt tudtak megszerezni és megtartani a kölcsönjegyzés (underwriting) és a másodlagos kereskedés területein.

Az underwriting és értékpapír-kereskedési tevékenységet tekintve, a helyi cégek dominanciája az euró bevezetése előtt négy fő okra volt visszavezethető:

- Történelmi faktor (a helyi bankok megalapozott, privilegizált viszonyban vannak a helyi kibocsátókkal);
- Helyi szakértelem a helyi cég üzleti kockázatainak felmérésére és beárazására;
- Hazai valutában való denomináció, ami megkönnyítette, hogy egy széles hazai befektetői bázist érjenek el, aminek viselkedését, a kereslet/kínálati rendelesek folyamatát ráadásul kiválóan ismerik;
- Helyi ismeretek a hazai monetáris környezetben való működést illetően, ami alapvető előny a kötvények másodlagos piacán.

A közös valuta alapvetően megváltoztatta a vállalati részvény- és kötvénypiac versenyszerkezetét, mivel a legfőbb hazai előnyforrás, vagyis a hazai valuta eltűnt. Ez egyre több megtakarítót ösztönöz arra, hogy portfólióját szétterítse az egész övezetre.

Két előnyforrás marad tehát csak meg a helyi szereplők számára a közös valuta bevezetése után: a hagyományos ügyfélkapcsolatok, és az üzleti kockázatok helyes felmérésének képessége azáltal, hogy jobban ismerik a helyi számviteli, adózási, jogi és nyelvi körülményeket. Ezeknek a helyi többletismereteknek különösen nagy jelentősége lehet a kisebb vállalatok, a kockázati-tőkebefektetések, illetve az ingatlanpiac vonatkozásában. Jóllehet a nagyvállalatok világméretű üzleti szakértelme és helyi piac befolyásolására való lehetősége a helyi versenyelőnyök jelentőségének folyamatos erodálásához fog vezetni. Tehát az euró bevezetése ezen az indirekt csatornán keresztül is elősegíti a régió pénzügyi konszolidációját.

Az euró bevezetése miatti alacsony infláció is jelentős hatással volt a bankokra. Az alacsonyabb infláció elsősorban a bankok nyereségességére hat. Ez a hatás három részelemből áll össze. A betétek marginja nyilvánvalóan csökkeni fog. Ez a legfontosabb (negatív) hatás, de mindezt csökkenti két további dolog: a hitelmargint, és az ún. inflációs adó.

Egy alacsony kamatszintű környezet általában a személyi hitelek marginjának relatív magas szintjét eredményezi a személyi hitelkamatlábak viszonylagos rugalmatlansága miatt. Ez a jelenség jól megfigyelhető a hitelkártya-piacokon, ahol a marginok állandóan magasabbak egy alacsony kamatszintű környezetben.

Az ún. inflációs adó hatása jóval szerényebb. Ennek a hatásnak a lényege az, hogy mivel a bankok pénzügyi eszközök nettó tartói, ezért ők nominális és nem reálbevételük alapján adóznak.

Összességében tehát az alacsony inflációs környezetnek a banki jövedelmezőségre gyakorolt hatása a betétek kisebb marginjának, a személyes kölcsönökhöz kapcsolódó magasabb jövedelmeknek és az inflációs adó jelentőségének az összehatásától függ.

Az EU bankrendszerének jelenlegi fejleményei azt mutatják, hogy a EU bankrendszerének stratégiai válaszai három területet fednek le: (i) fejlesztés a szolgáltatások és eljárasmódok terén; (ii) változások a termék választékban; és (iii) fúziók, stratégiai szövetségek és együttműködési megállapodások.¹⁰

Az első stratégiai válasznak különböző formái vannak. Elsősorban, a szolgáltatások, alkalmazottak és IT jobb minőségének megtalálása. Ugyanakkor nehézségekbe ütközhet a jól képzett munkaerő felvétele abban az időszakban, amikor a bankrendszerben magasak a munkaerő költségek. Másodsorban az, hogy a bankok a kockázatkezelést és a belső ellenőrző rendszereket akarják fejleszteni. Harmadszor az, hogy megpróbálják csökkenteni a költségeket és javítani a hatékonyságot (pl. kisebb vezetőség és a technológia intenzívebb használata a lakossági üzletágban) annak érdekében, hogy a profitabilitást és/vagy a részvényesi értéket növeljék. Végül, a bankok egyre inkább alkalmazzák külső forrás bevonását (outsourcing).

A második stratégiai válasz a termékválaszték és a szolgáltatások kiszélesítését célozza a fogyasztók számára. A legfrissebb változás a következő: elmozdulás a tanácsadás felé; a termékválaszték újragondolása (szelektív vagy terjeszkedő); a bevételek más forrásainak feltárása (földrajzi terjeszkedés, vagyionkezelés, vállalati pénzügyek és fizetési szolgáltatások). Megfigyelhető, hogy az univerzális bankrendszerekben működő bankok általánosságban véve még nem döntöttek úgy, hogy kivonulnak tevékenységük bármely jelentős területéről az EMU megjelenése miatt. Általában véve az “univerzális bank koncepció” lehetőségeket

¹⁰ Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term. ECB. February, 1999.

teremthet arra, hogy az erőforrásokat hatékonyabban használják abban az esetben, ha egy üzleti terület kevésbé terhelt, mint egy másik. Továbbá az egyik üzleti területen megszerzett információt és know-how-t fel lehet használni más területen arra, hogy odavonzzák és megtartsák a fogyasztókat („kapcsolati banktevékenység” – relationship banking). Ez utóbbiról már megállapítottuk, hogy szerepe folyamatosan csökken Európában, vagyis az univerzalizálódás mégsem gyógyír a relationship banking fennmaradására.

Az univerzális bankrendszer másik előnye a kereszt-szubvencionálás lehetősége, ami viszont a verseny, a specializáció és a piaci átláthatóság növekedésével szintén nehezebbé válik.¹¹ Mindemellett továbbra is szükség van a specializációra, főképp a kisebb intézmények számára, amelyeknek olyan tevékenységeket kell mesteri fokon elsajátítaniuk, ahol már magas fokú a verseny, így megnövekszik a stratégiai partnerségek szükségessége.

A stratégiai válaszok harmadik fázisába tartoznak a fúziók, stratégiai szövetségek és együttműködési megállapodások. Az okok – mint már korábban ismertettük – az ártól a hatékonyság javításán (méretgazdaságosság) keresztül a hatások diverzifikációjáig terjed, a termékekre (bankbiztosítás), alternatív disztribúciós csatornákra (elektronikus bank) és földrajzi terjeszkedésre való hivatkozással. Emellett néhány EU országban, a fúziók indoka gyakran az EU piacon is versenyképes regionális jelentőségű intézmények létrehozása (pl. a skandináv országokban).

Az Európai Központi Bank 2002 novemberi jelentése¹² az EU bankrendszerében lezajló folyamatokról az alábbi megállapításokat teszi.

¹¹ Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term. ECB. February, 1999.

¹² Structural developments in the EU banking sector. European Central Bank, 15 November 2002.

- Erősödik a nyomás a hatékonyság növelésére. A bankok erősödő versenyhelyzet elé néznek, aminek az okai a dereguláció, a nemzetköziesedés és a kényszer, hogy a részvényesek jólétét növeljék. Ezért bevételeik növelésére és költségeik kontrollálására törekszenek. Ezt a célt alapvetően a diverzifikáció növelésével, az óvatosabb kockázatvállalással és a szervezeti racionalizálással oldják meg.
- A kockázatkezeléshez kapcsolódó erőfeszítések. A pénzügyi piacok gyenge teljesítménye és erős volatilitása miatt a jogi és reputációs kockázat megnövekedett. A pénzügyi innováció és a felügyeleti környezet fejlődése a bankokat a kockázatkezelés egyre szofisztikáltabb megközelítésére ösztönzi. Ahogy a bankok készülődnek az új tőke megfelelési keretrendszer (Bázel II.) bevezetésére, egyre fejlettebb kockázakezelési technikákat vezetnek be, különösen a hitel- és a működési kockázat területén.
- A banki tevékenység diverzifikációja és a fogyasztóvédelem erősítése. A felügyeleti hatóságok egyre nagyobb hangsúlyt helyeznek a fogyasztóvédelmi szempontokra. Azáltal, hogy a bankok növelik befektetési-banki és vagyonkezelői tevékenységüket, az ügyfelek jobban ki vannak téve a piaci kockázatnak. Ebben a helyzetben a bankoknak új tényezőkkel kell számolniuk, amelyek a vagyonkezelési termékekhez és az ügyfelek panaszainak kezeléséhez kapcsolódnak. Az alapvető kérdés az, hogy meddig terjed az egyéni befektetők saját döntéseikért viselt felelőssége és mi a bankok illetve a hatóságok szerepe.

A jelentés összefoglalva leszögezi, hogy bankrendszer összességében elég erősnek bizonyult a jelentős méretű piaci válságok kivédéséhez az elmúlt időszakban.

A közelmúlt egy további említésre méltó piaci fejleménye az állam kivonulása számos tagállam bankszektorából. Azokban az országokban, ahol még mindig

jelentősnek mondható az állami szerepvállalás mértéke, az állami kivonulás trendje a jövőben is folytatódni fog. Az állami kivonulás érvényes mind a közvetlen részvételre (amikor az állam részvényese a banknak), mind a közvetett részvételre (amikor az állam a banki kötelezettségek garanciavállalója).

Az általános gazdasági lassulás és az erősödő verseny arra kényszeríti a bankokat, hogy erősebben koncentráljanak alaptevékenységeikre és hogy tevékenységeiket hatékonyabban szervezzék meg. Ez az egyértelműbb vezetési struktúrák kialakulásához, fokozódó outsourcinghoz, a munkaerő csökkentéséhez, a fiókhálózat leépítéséhez és a nem az alaptevékenységi szférába tartozó részesedések értékesítéséhez vezet. Fontos diverzifikációs stratégia a bankbiztosítási tevékenység. Az elmúlt rövid időszakban lezajlott fejlemények miatt a vállalatirányítási kérdések és a külső auditorok szerepének kérdése nagy hangsúlyt kapott. Mértékadó elképzelések szerint a bankok külső auditorai egy rotációs rendszerben kellene, hogy működjenek. Egyre gyakrabban merül fel az auditorok önszabályozási alapon való működésének a kritikája is. A vállalatirányításban lezajló reform tovább erősítheti az összeolvadási és felvásárlási hullámot, hiszen a vállalatirányítási átalakításokat gyakran vállalati egyesülések hajtják végre. A vállalati tevékenység fókuszálása nagyon gyakran foglalkoztatási leépítéssel jár. Ezzel szemben néhány országban (Luxemburg, Ausztria) a banki foglalkoztatottak száma még 2001-ben is nőtt.

A pénzügyi innováció mint a kockázatkezelés egyik eszköze lehetővé teszi a bankok számára, hogy egyre összetettebb termékeket vezessenek be a piacon. Ügyféloldalról egyre nagyobb igény jelentkezik a vagyonkezelési termékekre és arra, hogy a kedvezőtlen piaci körülmények között magasabb megtérülésű szolgáltatásokat vegyenek igénybe. Ezeknek a termékeknek (tőkefedezeti alapok, átváltható kötvények, stb.) a meglehetősen képzetlen befektetők számára való értékesítése azonban gyakran fogyasztóvédelmi aggályokat vet fel. Ennek ellenére

a fedezeti alapok állománya továbbra is növekszik Európában, jóllehet nem olyan mértékben, mint két évvel ezelőtt.¹³

Egyes bankok tradicionális banki termékeket alakítanak át azok attraktivitásának növelése érdekében. Példa erre az E-bankok megnövekedett aktivitása a betétpiacon. A hagyományos bankok termék-innovációval válaszolnak erre, például strukturált betétek kínálatával, amelyek hozama részben egy fix kamaton, részben egy változó referenciaindexen alapul. A bankok maguk is egyre komplexebb pénzügyi szolgáltatásokat vesznek igénybe, mint például a hitelderivatívák. A hitelderivatívák jelenleg az OTC-származékos üzlet leggyorsabban fejlődő szegmense.

A bankok továbbra is a többszatszórás disztribúciós stratégiát alkalmazzák, azonban egy erősödő költségnyomást magában hordozó üzleti környezetben ez a stratégia egyre nehezebben tartható fenn. Az Internet-banking növekszik, de a Skandináv országokon kívül még mindig viszonylag kis jelentőségű. Jóllehet a legtöbb bank visszavett ambiciózus terveiből ezen a téren, az internet-banking növekedési potenciálja hosszú távon mégis jelentősnek mondható.

A disztribúciós hálózat hatékonyabb használata érdekében a nyitott szerkezet (open architecture) koncepció válik egyre elfogadottabbá a nagy bankok körében. A nyitott szerkezet modell lényege, hogy a bankok más szervezetek termékeit forgalmazzák, legyenek azok akár bankok, akár más jellegű pénzügyi intézmények, mint biztosítók vagy vagyonkezelők. Így ezek a bankok igazi pénzügyi nagyáruházakká válnak. Ez a modell erősíti a piacok nemzetköziesedését is, hiszen sok külföldi alapkezelő így nyer beocsátást a piacra anélkül, hogy saját disztribúciós hálózatot kellene kiépítenie. Az új disztribúciós megoldások ellenére az európai pénzügyi intézmények fiókhálózata még mindig jelentős marad, nem figyelhető meg a fiókok nagyarányú leépítése,

¹³ Systemic risk: A survey, November 2000 by O. De Bandt and P. Hartmann, ECB Working Paper Series

de a fiókok funkciója jelentős átalakuláson megy végbe. (lásd mindezeket a kérdéseket részletesebben a 3. részben)

Az Internet-banking egyelőre az egyszerű és sztenderdizált retail-termékek piacán (betétek, belföldi átutalások, jelzálog-hitelek és értékpapír-kereskedés) piacán terjedt el. Az észak-európai országok példáját követve a francia bankok próbálkoznak az Internet-banki megoldásoknak a vállalati piacra való kiterjesztésére. A telefonos és otthoni bankszolgáltatás a legtöbb EU-országban jelentősebb az Internet-bankingnál. A mobilbanking jövőjét illetően széleskörű a pesszimizmus, mondván, hogy az értékpapír-kereskedésen kívül a banki tranzakciók nem időkritikusak. Az angliai WAP banking kezdeményezés kudarcba fulladása eklatáns példája ennek.

Az elmúlt néhány évben a nemzetközi pénzügyi rendszer és azon belül a bankrendszer piaci megrázkódtatásokon esett át: világméretű gazdasági lassulás, hatalmas vállalati csődök, nemzetállami pénzügyi válságok (Argentína), a 2001. szeptember 11-ei események és a technológiai buborék kidurranása. Ezek eredete és hatása legtöbbször az Egyesült Államokban volt, de az európai bankszektorra való spillover hatás is jelentős volt. Mindezek ellenére az európai bankrendszer meggyőző szilárdságot mutatott.

A piaci folyamatok kedvezőtlenége azonban erősen kihat a bankok működésére és nyereségességére.

2002 nyarán a bankszektort is elérte a világméretű bizalmatlanság, amely az Egyesült Államokból indult el. A legnagyobb pénzintézetek részvényei esni kezdtek. Az amerikai kongresszusi vizsgálóbizottság kérdéseire a bankoknak is számot kellett adniuk arról, milyen szerepet játszottak az Enron bukásában. Valószínűleg több nagy pénzintézet is segítséget nyújtott az Enronnak és több más cégnek is fiktív műveletekhez. A City Group tizennégy ügyfélnek maga ajánlotta fel ilyen természetű segítségét, közülük heten mondtak igent, a JP Morgan hét

üggyféllel működött együtt. Az előzetes vizsgálat szerint a JP Morgan kiemelt klienseket toborzott azzal, hogy pénzügyi helyzetük értékelését kedvezőbbre tudja fordítani, a City Groupban pedig Rooseveltt fedőnévvel illették azt az akciót, amellyel elrejtették az Enron 125 millió dolláros adósságát. Banki közreműködéssel fiktív cégeket létesítettek, amelyeknek papíron energiát adtak el, majd ezt utóbb visszavásárolták az álvállalkozóktól. A vizsgálat eddigi menete azt vetíti előre, hogy az érintett pénzintézetek nem kerülhetik el a – legalábbis részleges – elmarasztalást. Mint ahogy nem lesz letagadható az sem, hogy a befektetési bankoknak közülük volt az „új gazdaság” és a tőzsde léggömbjének szétpukkadásához. Ami a fejlett országok befektetőit mindenképpen szegényebbé teszi egy illúzióval. Jelesül azzal, hogy viharos időjárás idején a banki részvények a legkevésbé kockázatosak, azok jelenthetik a legbiztosabb menedéket.

Az európai banki adatok is kedvezőtlenek a részvénytőke piacok gyengélkedése, illetve a jelentős vállalati adósságok miatt.

Milliárdokat veszítettek befektetési részlegeiken keresztül a német nagybankok is. A Commerzbank, a Deutsche Bank (DB) vagy a müncheni HypoVereinsbank (HVB) papírai is zuhantak. A legnagyobbak rangsorát vezető DB (mérlegfőösszege 2001-ben 918 milliárd euró volt) papírjának árfolyama 2002 őszére 50 euró alá esett, holott év elején még 100 euró fölött jegyezték, a második legnagyobb HVB (mérlegfőösszege 728 milliárd euró volt) részvényeinek kurzusa pedig a 2002. tavaszi 40 euróval szemben 12-16 euró között mozgott az ősszel. Egyes számítások szerint a három német nagybank tőzsdei kapitalizációja az utóbbi két évben 54 milliárd eurónyit csökkent. A harmadik helyezett Dresdner Bankot (2001-es mérlegfőösszege 506 milliárd euró volt) a müncheni Allianz biztosítótársaság felvásárolta, így most annak árfolyamát viszi mélyrepülésbe.

A Deutsche Bank AG 2002. október végén közölte, hogy a harmadik negyedévben veszteséges volt a rossz hitelek miatti tartalékolás, valamint az értékpapír-kereskedelmi tevékenységből származó árbevétel elégtelensége miatt.

A bank "kielégítő" éves eredményre számít. A legnagyobb német bank adózás előtti vesztesége 181 millió euró volt a harmadik negyedévben az egy évvel korábbi 363 millió euró nyereség után. A rossz hitelek után képzett céltartalék összege 753 millió euróra szaladt fel az egy évvel korábbi 135 millió euróról és a második negyedévben kimutatott 588 millió euróról. A bank azt is bejelentette, hogy 2003 végéig költségeit kétmilliárd euróval csökkenti, s a tervezett 10 ezer fő helyett 14 ezret bocsát el. A bankcsoport negyedik negyedéves teljesítményét javíthatja, hogy 390 millió eurót könyvel el jelzálogbankja és a Commerzbank, valamint a Dresdner Bank hasonló üzletágainak egyesítése után. Szintén a negyedik negyedévre könyvelnek kétmilliárd eurót, amely az Allianz és a München Re biztosítóknál történt részesedések eladásából származik. A DB 2002. novemberi jelentésében, 181 millió eurós harmadik negyedévi veszteség szerepel.

A DB érzékeny veszteségeket szenvedett el a befektetési banki üzletágban. A német banknak e piacon olyan óriásokkal kell megküzdenie mint a Goldman Sachs, a Merrill Lynch vagy a J.P. Morgan Chase. Az értékpapírok kereskedelméből származó bevétel 2002. harmadik negyedévében 904 millió euróra zuhant az egy évvel korábbi 1,993 milliárd euróról.

A bankszektor visszaesésének okai részben a külső környezetben, részben a bankokon belül keresendők. Egyrészt a stagnáláshoz közeli gazdasági helyzetben mind a vállalati szférában, mind a magánemberek körében elszaporodtak a csődök, ezért a bankoknak meg kellett növelniük kockázati tartalékaikat. Másrészt - s ez a nagyobb falat - az utóbbi években a német pénzintézetek is bővítették a befektetési banki profiljukat elsősorban az információtechnológiai és kommunikációs cégek adás-vételével, tőzsdére vitelük menedzselésével, és üzleti terveik részvényvásárlással való finanszírozásával.

A monetáris unió, valamint az ezzel egyidőben kialakult válsághelyzet tehát rákényszerítette a bankokat arra, hogy újragondolják vállalati stratégiájukat. Javítani és szélesíteni kellett szolgáltatásaikat, együttműködésekre, fúziókra

kényszerültek. A kezdeti, országon belüli fúziókat ma már egyre több határon átnyúló fúziók követi. A világviszonylatban még mindig alacsonynak tekinthető piaci koncentráció egyébként lehetővé tesz további összeolvadásokat is az európai piacon.

A monetáris unió közép- és hosszútávon tehát a már meglévő piaci trendeket erősítette tovább, csökkentve a fölös kapacitásokat, a jövedelmezőséget, növelve a nemzetköziesedést és a piaci koncentrációt. A verseny erősödése nem egyforma mértékű a nagy- és a kiskereskedelmi banki üzletágban. A monetáris unió által kikényszerített folyamat összességében – figyelembe véve persze a piac jelenlegi gyengélkedésének hatásait is - egy erősebb, versenyképesebb bankpiac irányába hat.

5. 2. 2. Befektetési szolgáltatók

A *befektetési szolgáltatók* számára, amelyek gyakorta egy bank, vagy egy pénzügyi konglomerátum részeként működnek, hatalmas lehetőséget rejt az egységes európai tőkepiac megteremtése. Megjegyezzük, hogy a befektetési szolgáltatást nyújtó intézmény (investment services provider) elhatárolása más piaci szereplőktől (befektetési banki tevékenységet nyújtó bankok, befektetési alapkezelők, stb.) egyre nehezebbé válik.

A kontinens értéktőzsdéi súlyuk alatt szerepelnek a világpiacon. Miközben Európa adja a világ GDP-jének több mint 30, míg Amerika csak 27 százalékát, addig a világ részvénykapitalizációját nézve Európa súlya mindössze 25 százalék, míg a tengerentúlé 48 százalék.

Láttuk, hogy a nemzetközi fúziókkal és az euró bevezetésével a legjövedelmezőbb pénzügyi tevékenység a befektetési tanácsadás és a befektetési szolgáltatás lett. A fúziós tanácsadás során a pénzügyi szolgáltatók azzal is jelentősen növelik

jutalékukat, hogy a finanszírozásba is beszállnak, beszerezvén a felvásárláshoz szükséges hiteleket, megszervezve és lebonyolítva az értékpapír-kibocsátásokat.

A világ legnagyobb brókercége, az amerikai Merrill Lynch befektetési bank például 2000. első negyedében több mint egymilliárd dollár profitot termelt. A bevételei legnagyobb része a vállalati összeolvadások levezésnyléséért kapott jutalék volt, ami az egy évvel korábbihoz képest 70 százalékkal nőtt.

2001-ben azonban a globális M&A-piacon, tehát ami a fúziók és felvásárlások lebonyolítását illeti az egész világon, a UBS ugrott az élre. A svájci befektetési cégnek ugyanis olyan ügyfelek jutottak ezen a héten, mint a brit Vodafone, vagy Carlton Communications, amelyek együttesen 14 és fél milliárd dolláros tranzakciós értéket jelentettek közvetítőjük számára. A UBS a J.P. Morgant taszította le a ranglista éléről. Szakértők szerint a UBS előretörését (korábban csak az ötödik helyen állt) az magyarázza, hogy 2001-ben csak 205 munkahelyet számolt fel, míg riválisai több ezer állást szüntettek meg, s ezzel komoly versenyhátrányba kerültek.

A piacon lejátszódó legfontosabb fejlemény az elmúlt egy-másfél éves időszakban a tőkepiaci, és üzleti-bizalmi válság, ami rendkívül nehéz helyzetbe hozta a brókercégeket. A befektetési szolgáltatók iránti bizalom annyira megrendült, hogy egyes esetekben – tulajdonképpen részben beismerve vétkeességüket a tőzsdei csődök előidézésében – kártérítés fizetésére is hajlandóak voltak, csak, hogy megakadályozzák a kínos ügyek további újrátárgyalását.

A Merrill 2002 júliusában peren kívül megegyezett azzal az egykori ügyféllel, aki tőzsdei vesztesége miatt perelte azon az alapon, hogy félrevezette őt a cég elemzőjének "vételi" ajánlása az Infospace szélessávú szolgáltató részvényére. Emellett azzal vádolta az elemzőt, hogy azért adott ilyen besorolást a távközlési cégnek, mivel a bank üzleti kapcsolatban áll a Go2Nettel, mely viszont felvásárlási tárgyalásokat folytatott az InfoSpace-szel.

Korábban mindenki nevetségesnek tartotta volna ezt az ötletet, de ezentúl a fenti eset megalapozza azt az elvet, hogy a befektetési bankok felelősségre vonhatók, amikor az ügyfél egy elemző részvényajánlására támaszkodik, az elemző pedig nem mondja el, hogy cégének milyen üzleti érdekeltségei vannak, amelyek megkérdőjelezhetik elemzése elfogulatlanságát. A Merrill – okulva az esetből – felállított egy bizottságot a részvényajánlások objektivitásának ellenőrzésére, az elemzők és a bankárok közti házon belüli levélforgalom figyelésére.

Az ügy azonnal további vádeljárásokat indított el. Massachusetts állam 2002 októberében keresetet nyújtott be a Credit Suisse First Boston ellen a befektetők megtévesztésére hivatkozva. A kétmillió dollárt követelő állam szerint a céggel szemben a tőzsdedefelügyelet nem tudott kellő eréllyel fellépni. A CFSB alkalmazottainak vallomásai alapján és több százezer e-mail átnézése után az állam illetékesei azt állítják, hogy a cég éveken keresztül félrevezette ügyfeleit, mivel olyan vállalatok részvényeit ajánlotta vételre, amelyekkel a CFSB befektetési banki kapcsolatban állt. A kereset szerint a Credit Suisse First Boston befektetési bankja a tranzakciók számának növelése (illetve az ebből származó jutalékok) érdekében beleszólt a CFSB elemzőinek munkájába, így azok rendszeresen túlértékelték a vállalatok papírjait. Az állam a kártérítés mellett azt is követeli, hogy hozzanak szigorú szabályokat, a bankok befektetési és brókerrészlegeinek teljes elválasztására.

A helyzet olyan drámaivá vált, hogy a Wall Street 10 legnagyobb értékpapírcége 2002. október végén kijelentette: hajlandó lenne egy milliárd dollárt fizetni, amennyiben a SEC leállítja a vizsgálatokat, melyek rossz hatással vannak a cégek hírnevére és azon keresztül részvényeik árfolyamára.¹⁴ A Morgan Stanley, a Credit Suisse First Boston, valamint nyolc másik bank a vizsgálatok leállításáért cserébe hajlandó támogatni a független kutatóintézeteket, illetve leválasztani az elemzői részleget, így kerülve el a bennfentes kereskedés látszatát. Az egy

milliárd dollárt nem a SEC kapná, hanem a befektetési cégek mindegyike 10-20 millió dollárt fizetne 5 éven keresztül a független elemző cégeknek, cserébe az elemzéseikért.

A vezető befektetési bankok sorra nagyarányú létszámcsökkentésekbe kezdtek a tőzsdei lejtmenetre, a kevés új kibocsátásra és - végeredményben - a csökkenő bevételre tekintettel. 2002 vége felé a vezető elemzők és stratégiák is sorra kerültek a munkanélküliek listájára. Az elemzési vezetők elbocsátása természetesen összefüggésbe hozható a szektort érintő átfogó felügyeleti és bírósági vizsgálatokkal is.

Ezek a drámai piaci fejlemények számos úton-módon gyűrűztek és gyűrűznek át Európába, ahol meg kell találni a megfelelő válaszokat és stratégiát.

Annak érdekében, hogy az európai tőkepiacok ki tudják használni a közös valuta nyújtotta lehetőségeket és versenyképesebbé váljanak, az EU alapvető reformokat határozott el (lásd a 4. részben), és célul tűzte ki a befektetési szolgáltatásnyújtók számára egységes európai útlevelet biztosító Befektetési Szolgáltatási Irányelv (ISD – Investment Services Directive) mélyreható reformját. A munka évek óta nagy erővel folyik ezen a fronton, csakúgy, mint az európai vállalatirányítási normák átfogó reformjának területén.

5. 2. 3. Biztosítók

A biztosítók mint tőkepiaci befektetők szerepét alapvetően befolyásolják a portfóliójuk összetételére vonatkozó előírások, illetve a szolgáltatás nyújtására vonatkozó korlátozások.

A biztosítók hagyományosan a befektetési portfóliójuk összetételét a rögzített kötelezettségeik várható lejáratának megfelelően alakították ki. Mivel kevésbé

¹⁴ Bloomberg

alkalmazhatták a modern kockázatkezelési eszközöket, ezért a fő kockázatkezelési technika a lejáratí megfefeelés volt. A nemzeti hatóságok és gyakran maguk a biztosítók is kerültek az idegen valutában fennálló befektetések arányának növelését, ha kötelezettségeiket nem abban a valutában kellett teljesíteniük. Ezért, és mivel a modernebb és olcsóbb – pl. derivatív – kockázatkezelési technikák alkalmazása még nem általános a biztosítók esetében, az euró megjelenésével megszűnő árfolyamkockázatok potenciálisan nagy portfólióátrendezést indítottak el a biztosítóknál az eurórégióon belül, minden befektetési vagy devizaliberalizációs lépés nélkül is.

A biztosítók, különösen az életbiztosítók tipikusan hosszú távú befektetők a tőkepiacokon, így növekedésük és befektetési politikájuk befolyásolja a tőkepiacok és a vállalatirányítás működését. A pénzügyi innovációk lehetővé teszi számukra a befektetőkért folyó versenyben a részesedésük növelését, és befektetéseikben az olcsó és gyors portfólió-átrendezést.

Az intézményi befektetők körét növelve az értékpapírpiacokon a blokk-kereskedés növekedéséhez járulhatnak hozzá, a vállalatirányítás terén pedig a külső rendszerek térnyerését segíthetik elő, különösen, ha passzív befektetőkből aktív tulajdonossá válnak.

5. 2. Táblázat.
Életbiztosítás mérete a gazdaságban, és a részvénytartás aránya.

	1991	1995	1996	1997	1998
Méret a GDP %-ában					
EMU	2.3%	3.1%	3.3%	3.6%	3.6%
EU-15	2.9%	3.6%	3.9%	4.2%	4.4%
USA	3.6%	3.9%	4.0%	4.1%	4.4%
Részvénytartás az összes eszköz %-ában					
EMU	10%	10%	11%	13%	14%
EU-15	18%	19%	20%	23%	22%
USA	5%	6%	6%	6%	7%

Forrás: OECD biztosítás statisztikai évkönyv, 1991-1998, 2000. kiadás

Az életbiztosítási szektor legjelentősebb trendje az elmozdulás a hagyományos biztosításoktól a unit-linked felé. Míg az előző típus prémiumait fix bevételű értékpapírokba fektetik, unit-linked termékekkel összefüggő újabb bevételeket fix eszközök és részvények keverékébe fektetik be. A hagyományos biztosítási termékekkel ellentétben, a piaci kockázatokat a biztosított viseli az unit-linked termékek esetében. A létező biztosítási termékek szerződéseinek módosításával összefüggő nehézségek, valamint a piaci pozíciókon történő profitrealizálásra vonatkozó – elsősorban adóelkerülési célzatú – ellenérdekeltség ellenére növekvő pozícióvállalások háttérében tehát új termékek – elsősorban a unit-linked életbiztosítások bevezetése áll. A Gazdasági Együttműködés és Fejlesztési Szervezete (OECD) adatai jelzik, hogy az életbiztosítási üzleti befektetők jelentősége nő az európai tőkepiaci befektetésekben. Nehéz azonban egyértelműen megállapítani, hogy az euró bevezetésének milyen szerepe volt a folyamatokban.¹⁵

¹⁵ The euro equity markets. ECB. August 2001.

A biztosítók világában – hasonlóan a bankokéhoz - szintén élénk piaci változások figyelhetők meg. A nemzetközi biztosítási piacon végigsöprő felvásárlási és egyesülési hullámot elsősorban éppen a globális szerepre vágyó európai társaságok gerjesztik, amelyek a világ legnagyobb piacán, az Egyesült Államokban próbálnak terjeszkedni.

A sors fintora, hogy az amerikaiak európai terjeszkedési kedvét jellemzően az fogja vissza, hogy az életbiztosítási üzletet az EU tagállamok nem egységesen szabályozzák.

Mint arról korábban már szoltunk az Európán belüli fúziós tevékenység nagyon intenzív, csakúgy, mint a biztosítói részvétellel kialakított konglomerátumok létrehozása. A piac itt is lassan letisztul, a nagy nemzetközi szereplők igyekeznek egymás között felosztani a territóriumokat. Ennek egyik legutóbbi, nagy vihart keltő példája az AXA, az Allianz, és a Generali a három nagy nemzeti (francia, német és olasz) biztosítóóriás nem hivatalos megegyezése arról, hogy nem támasztanak egymásnak versenyt az európai piacon. 2001. februárjában, mikor a megegyezés a verseny tisztasága felett örökődő Európai Bizottság tudomására jutott, az rögtön tisztázásra szólította fel a részes feleket.

A biztosítási piac szereplőit különösen sújtja az általános visszaesés. A Swiss Life biztosítótársaság például lefelé módosította első féléves eredményét 2002. október végén. A biztosító nettó vesztesége 578 millió svájci frank lett, 192 millió frankkal több, mint ahogy korábban közölte. A módosítás oka egy rosszul elszámolt kötvénybefektetés volt.

A módosítással immár másodszor fordult elő, hogy a legnagyobb svájci életbiztosító korrigálni kényszerült eredményét. A társaság a 2002. első felére vonatkozóan egymillió frank veszteséget jelentett be a korábban közölt 253 millió frank nyereség helyett. Akkor a biztosítótársaság tulajdonában levő részvények helytelen értékelésével indokolták a helyesbítést.

A holland Aegon biztosító harmadik negyedéves tiszta nyereségének 28 százalékos csökkenését jelentette be 2002. novemberében, és egyúttal lefelé módosította a már amúgy is elég borúlato nyereség-előrejelzését: profitjának 35 százalékos visszaesését várja 2002-ben. A világ tíz legnagyobb biztosítótársaságának egyike, amely júliusban azzal sokkolta a befektetőket, hogy fennállása óta először adott ki nyereségfigyelmeztetést, a harmadik negyedévben 429 millió euró, részvényenként 30 eurócent tiszta nyereséget ért el, az egy évvel korábbi 43 eurócent/részvény helyett. Elemzők 368 millió eurós tiszta nyereséget vártak. Az eredményt 304 millió euró tartalékolás terhelte nem fizető amerikai kötvények miatt és a világ különböző értéktőzsdéin elvesztett befektetések miatt. Az Aegon 2002 szeptemberében több mint 2 milliárd eurós tőkeemelésre kényszerült a csődvészély kivédésére, ezóta részvényei több mint 40 százalékkal erősödtek. Az év eleje óta azonban részvényeinek árfolyama 53 százalékkal esett vissza, 20 milliárd euróra csökkentve az Aegon piaci értékét.¹⁶

A biztosítói szektort az általános visszaesésen túl sokkolta a new-york-i terrortámadás, és az ezzel kapcsolatos globális bizonytalansági hulláma is.

5. 2. 4. Befektetési alapok

A befektetési alapok befektetési választásait az utóbbi években befolyásoló főbb trendek a következők:

- A kezelés alatt álló összes eszközön belül a részvénytartás aránya élesen emelkedett.
- Nőtt a pán-európai és szektor specifikus részvényalapokba fektetett eszközök aránya, de igaz, hogy a hazai részvényalapokba fektetett eszközök aránya magas maradt.

A statisztikák szerint az euró zóna területén lévő beruházási alapok által menedzselt teljes eszköz 2.8 billió euró volt 2000 végén, ami 33%-os növekedést jelentett az előző évhez viszonyítva. A kezelésben lévő eszközök volumene jelentősen nőtt 1995 óta, főleg a részvénytőke piacok kategóriájában, ami hétszeresére emelkedett ezidő alatt. Ugyanebben az időszakban a pénzpiaci alapokba fektetett eszközök csak korlátozott mértékben nőttek (+10%). A kötvényalapokba fektetett eszközök növekedése (+88%-ot nőtt 1995 óta) jelentősen a részvénytőke alapoké alatt maradt. Bár a részvénytőke alapokba fektetett eszköz aránya a teljes kezelt eszközökben nagyon gyorsan emelkedett az elmúlt öt évben az euró zónában - az 1995-ben 15%-ról 40%-ra nőtt 2000 végére – még mindig viszonylag alacsony az USA-val (52%) és a nem euró-tag EU országokkal (72%) való összehasonlításban. Az utóbbi adat természetesen alapvetően az Egyesült Királyság piacára vonatkozik.

Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy 2000-ben a részvénytulajdon aránya a beruházási alapok eszközeiben csökkent az USA-ban és a nem-euró tag EU országban, míg az euró zónában továbbra is nőtt. A részvénytőke alapok az euró zónában négy országra összpontosulnak: Luxemburg (31%), Franciaország (19%), Olaszország (14%) és Németország (13%). Az alapok száma az euró zónában (kb. 21 000) 2000. végén nagyon magas volt az USA-val (8 000) való összehasonlításban. Ez a különbség összefüggésbe hozható a befektetések átváltásának magas költségeivel, adóügyi megfontolásokkal, a nemzeti jogrendekkel, a disztribúciós csatornák hatástalanságával és a hazai portfóliók menedzsmentjének komparatív előnyeivel. A befektetési alapok átlagos mérete az euró zónában (135 milliárd euró) jelentősen kisebb, mint az USA-ban (kb. 1 billió euró).

Az eurózónában bejegyzett alapok befektetéseinek irányultságát nézve látható, hogy a pán-európai és a kizárólagosan eurózóna alapokba fektetett eszközök aránya a teljes eszközök 25%-a volt 2000 végén. Ez az arány mindössze 12% volt

1998-ban. Ugyanebben az időszakban a hazai (országon belüli) és globális (euró-zónán kívüli) alapok piaci részesedése 43%-ról és 45%-ról 34%-ra és 41%-ra csökkent. Ugyanakkor a hazai alapok piaci részesedése még mindig nagyobb, mint a pán-európai és eurózóna alapok együttes részesedése. Ez minden bizonnyal összefüggésben van az eszköz-kezelés költségeivel (befektetési alapok magas tranzakciós költségei, a tőkejövedelem-adóztatás, egyes adózási kedvezmények elvesztése, a szabályozási aspektusok, mint például a prospektusok módosítása) valamint azzal a ténnyel, hogy az alapok jobban ismerik a hazai vállalatokat. A részvényalapok számának meredek emelkedése alátámasztja azokat a véleményeket, hogy a diverzifikáció főleg új alapok létrehozásában öltött testet és nem a korábbi befektetések reallokációjában.

Az euró bevezetése az euró-övezeti befektetők számára jelentette a legtöbb előnyt, alapvetően az övezeten belüli árfolyamkockázat megszűnése miatt. Emellett az intézményi befektetők egyes fajtáinak (nyugdíjalapok, biztosítók) a valutaunió gyakorlatilag megszüntette az aktívák és passzívák vonatkozásában előírt valutamegfeleltetési (currency matching) szabályokat. A saját piacukra való bekorlátozás megszűnése után a francia és német intézményi befektetők rohamosan növelték az euró-alapú külföldi papírokat a portfóliójukban, 1998-óta, tehát már az euró formális bevezetése előtt. A bevezetés után ez a folyamat tovább erősödött: a német nagybefektetők külföldi portfólió-beruházásainak (ez mintegy 175 milliárd eurót tett ki) több mint 70 %-a ment euró-alapú eszközökbe átlagosan 1998 és 1999 tekintetében (2000-ben ez az arány 60 % volt.)

Elmondható mindez az euró-övezetre általánosan is. Az euró bevezetése jelentős lökést adott az euró-övezeten belüli áramlásoknak.

Az euró-övezeten kívüli befektetők tekintetében is megfigyelhetünk – a közös pénz bevezetése által indukált - változásokat. A kontinentális pénzügyi piacok mélyülése, ami az egységes pénz bevezetésének, és az egységes monetáris politikának köszönhető, azt a várakozást váltotta ki, hogy jelentős mértékű euró-

övezeten kívüli befektetések áramlanak majd a zónába, mintegy alternatívákat keresve az uralkodó amerikai piacokhoz képest. Az eddigi siker azonban nem egyértelmű a nem az euró-övezetből érkező befektetők vonatkozásában. Az Európai Központi Bank adatai alapján az 1998 és 2000 közötti időszakban az euró-övezetből havi nettó 6,5 milliárd portfólió-beruházási kiáramlás volt tapasztalható! A nettó kiáramlás 1998 őszen, a pénzügyi válság idején volt a csúcson. Néhány hónapban nettó beáramlás is jelentkezett, de ezek mértéke általában szerény volt.

Egyedül a pénzügyi eszközök voltak az euróban denominált instrumentumok közül azok, ahol az euró bevezetése óta nettó beáramlás volt tapasztalható. A külföldiek euró-övezeti kötvény, és kisebb mértékben részvénykereslete nagyon változékony volt.

A külföldiek érdeklődése nem csak a különböző eszközök vonatkozásában volt heterogén, hanem ország-megoszlásban is. Az USA intézményi befektetői mindig is kevés érdeklődést mutattak az euró-övezet részvényei iránt. Ez a tendencia nem változott a közös pénz bevezetése után sem. A kötvények iránti érdeklődésük is csak lassan és módjával mutatkozott meg. Mialatt jelentős mennyiségű amerikai államkötvény-vásárlásra került sor az euró-övezeti befektetők részéről.

A Japán alapkezelők voltak, akik a legaktívabban fektettek be az új valutában denominált papírokba. 1998-ban megnégyszerezték az euró-övezeti befektetéseiket a japán portfólió befektetők. A befektetés szintje (kb. 47 milliárd euró) 1999-ben és 2000-ben nagyjából megmaradt. A japán alapkezelők alapvetően kötvényekbe fektetnek az euró-övezetben (90 %-a befektetéseiknek kötvénybe áramlott).

Az angol befektetők reakciója ellentétes volt. Az angol nyugdíjalapok befektetése az euró-övezeti eszközökbe 1998 második negyedéve óta folyamatosan negatív. 1999 első felében a pénzkivétel elérte az 1,6 milliárd fontot, hozzáadódva az 1998-

as 1,3 milliárdos dezinvestmenthez. Az Egyesült Királyság alapkezelőinek hozzáállása a kontinentális Európa részvényeihez mindig is meglehetősen semleges volt.

5. 3. Táblázat. Befektetési alapok által kezelt vagyon

	1995	1998	1999	2000
Euró-övezet				
Összesen	1017	1963	2492	2885
Részvény	152	481	859	1146
Részvény (%)	15 %	24 %	34 %	40 %
Más EU				
Összesen	154	335	516	564
Részvény	127	248	394	408
Részvény (%)	77 %	74 %	76 %	72 %
USA				
Összesen	1974	4234	6104	6652
Részvény	780	2150	3384	3436
Részvény (%)	40 %	51 %	55 %	52 %

Forrás: ECB

Összefoglalva az alapkezelőknek az euró bevezetésére adott válaszait az alábbiak emelhetők ki. Először is látható, hogy az euró tulajdonképpeni 1999-es bevezetését hónapokkal megelőzte az alapkezelők portfoló-allokációs stratégiájának átalakítása. Másodszor: az euró-övezeti kötvény-kibocsátási boom ösztönzői és felvevői alapvetően az euró-övezet intézményi befektetői. Harmadszor: az euró-övezetbe, illetve az onnan kifelé áramló portfólió befektetések nagyon heterogén képet mutatnak, attól függően, hogy milyen eszközkategóriát, illetve milyen nemzetiségű alapkezelőt vizsgálunk. Eltekintve tehát a Japán befektetőktől úgy tűnik, hogy az euró bevezetése igazából csak az övezeten belüli nagybefektetők számára bizonyult stratégiai jelentőségűnek.

A befektetési alapok által kezelt tőke nagysága – mint láttuk - majdnem elérte a 3 billió eurót, ami több mint a teljes EU GDP harmada, ezért a szektor fejlődése, a tevékenysége útjában álló akadályok lebontása kiemelt érdeke az európai gazdaságnak. A Monetáris Unió bevezetésével hatalmas lehetőségeket kaptak a befektetési alapok, hiszen határon átnyúló működési engedélyük birtokában az EU

egész területén működhetnek és vállalhatnak pozíciókat. A befektetéseiket szabályozó közösségi jogszabály azonban gúzsba köti őket az egységes pénzügyi piac valamennyi előnyének kihasználásában.

Az EU pénzügyi szabályozásának egyik őskövélete a befektetési alapokat szabályozó 1985-ös irányelv. Nem véletlen, hogy a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv egyik kiemelt rövid távú célkitűzése ennek (az ún. UCITS, 85/611/EGK) irányelvnek a módosítása.

A Bizottság már 1998-ban javaslatot tett a szabályozott befektetési vállalatok vállalható befektetési skálájának a kiszélesítésére, illetve az alapkezelési technikák előírásainak korszerűsítésére. Az előző Európai Parlament nem tudta befejezni az első olvasati vitát az 1999. évi EP választások előtt, ezért a jelenlegi Parlament idén tavaly újra első olvasatban tárgyalta a módosításokat. A Tanács 2000. június 6-án megtárgyalta az anyagot, és előzetesen egyetértve vele, annak mielőbbi EP általi elfogadását szorgalmazta. Az irányelv elfogadására végül 2002-ben került sor.

A két módosítási tervezet¹⁷¹⁸ a szabályozás eltérő aspektusaira koncentrált:

- Az első módosítás célja a befektetési vállalatok lehetséges befektetési körének bővítése - a részvényeken és kötvényeken túl - többek között pénzügyi eszközökkel, származékos termékekkel, illetve más alapok jegyeinek megvásárlási lehetőségével.
- A második módosítási javaslat célja az európai útlevél kiterjesztése a befektetési alapkezelőkre is. Ennek érdekében egységes minimális prudenciális és működési szabályokat állítottak fel a befektetési alapkezelők számára. A módosítás további fontos eleme, hogy a jövőben megszűnne a kollektív, illetve az egyéni portfólió

¹⁷ COM(2000) 329 30/05/2000 on the proposal for the modification of the UCITS directive I.

¹⁸ COM(2000) 331 30/05/2000 on the proposal for the modification of the UCITS directive II.

kezelés együttes végzésének tilalma. Ez azt jelenti, hogy az alapkezelők a befektetési alapok portfóliója mellett kezelhetik individuális befektetők portfólióját is (ezek lehetnek magánbefektetők, és intézményi befektetők is.)

5. 2. 5. Nyugdíjalapok

A nyugdíjalapok, a hagyományosan legjelentősebb intézményi befektetők, a tőkepiacok legnagyobb szereplői, sosem látott fejlődés előtt állnak az Európai Unióban. Ennek oka az, hogy a tagállamok felismerték, hogy állami alapokon nyugvó nyugdíjrendszerük megreformálása nélkül mérhetetlenül eladósodnának, amit egyébként a monetáris unió szigorú makrofeltételei között (Stabilitási és növekedési Egyezmény) semmi szín alatt nem tehetnének meg.¹⁹ A másik oka a megnövekedett fejlődési potenciálnak az, hogy a közös monetáris térben kitértek befektetési lehetőségeik. Ennek kiaknázásához persze ismét csak meg kell teremteni a szabályozási keretfeltételeket.

Minden fejlett országban, így az EU-n belül is tehát a potenciálisan legnagyobb tőkebefektetők a nyugdíjalapok. A nyugdíjalapok befektetési portfóliójának összetétele – hasonlóan a biztosítókéhoz – jelenleg tipikusan nem optimális, ha azt a kockázat/hozam viszonyán keresztül szemléljük, habár a kötelezettségek lejáratát és jellege szintén befolyásolja a befektetéseiket. Az alapok portfólióválasztását befolyásolhatják adómegfontolások, ha a különböző eszközöket ezek eltérően érintik. A befektetések nemzetközi/EU-n belüli diverzifikációja mellett szól az egy országgal kapcsolatos kockázatok (üzleti ciklus, alacsonyabb növekedési ütem, stb.) mérséklése. E megfontolások a nemzetközi befektetések terén nagyobb kockázatvállalást tennének lehetővé több EU tagállam nyugdíjalapjai számára anélkül, hogy a prudenciális szabályokat megsértenék. Az utóbbi években fokozatosan enyhültek a portfólió-korlátozások az EU-ban, de néhány országban

¹⁹ A Stabilitási Egyezményről és a tervezett reformjáról később részletesen szólunk.

még mindig léteznek, dacára annak, hogy a tőkemozgások szabad áramlásának biztosítása az Európai Unió egyik sarokpontja.

Az intézményi befektetők körében az eurózóna nyugdíjalapjai voltak az elsők, amelyek megváltoztatták a portfóliójuk tőketulajdonának földrajzi elosztását az euró bevezetésének hatására, így csökkentve a tőketulajdonuk befektetéseinek hazai koncentrációját. Annak érdekében, hogy mélyebben lehessen feltárni ezt a folyamatot és megfigyelni a konkrét uralkodó trendeket az eurózónában, összehasonlítjuk a holland és angol nyugdíjalapok portfóliójának összetételében bekövetkezett változásokat.

Az Egyesült Királyságban és Hollandiában magas a nyugdíj megtakarítások tőkésítése. Ezen országok nyugdíjalapjai a legnagyobb befektető kategóriába tartoznak Európában, 1.15 milliárd, illetve 0.43 billió euró kezelés alatt tartott összeggel. Az elmúlt évtizedben az angol nyugdíjalapjainak viszonylag stabil eszköz-összetétele volt, magas részvényaránnal (átlagban 75%). Az 1990-es évek második felében a részvénytartás csökkent az új befektetési szabályok bevezetésével.

Ellentétben az Egyesült Királyságbeli partnereikkel, akik hagyományosan részvényekbe fektettek, a holland nyugdíjalapok fokozatosan csak növelték a részvények részarányát a teljes eszközök 20%-ról 1990-ben kb. 40%-ra 2002-re. Az eszközök jelentős részét újra befektették európai részvényekbe, amit a hazai bázis szélesítéseként is lehet értelmezni. A tengerentúli részvények aránya szintén nőtt. Mindezt alapvetően az eurózónán belüli valutakockázat megszűnése tette ezt lehetővé. A holland nyugdíjalapok 2000-ben befejezték a portfóliójuk átalakítását. Piaci megfigyelők úgy gondolják, hogy ha az Egyesült Királyság részt venne az egységes valutában, az a hollandhoz hasonló változást eredményezne az Egyesült Királyság nyugdíjalapjainak részvénybefektetéseinek földrajzi irányultságában.

Itt jegyezném meg, hogy az Európai Bizottság által beígért nyugdíjalap szabályozásnak a bevezetése minden EU-s nyugdíjalap eszközszerkezetére hatással lesz majd, a befektetési szabályok harmonizációja révén.

Az mindenki által elfogadott, hogy az EU egy nyugdíjbombán ül. Negyedszázad elteltével Európának 113 millió nyugdíjas számára kell megtalálnia a finanszírozási forrásokat. 2030-ra az öt legnagyobb EU-tagállam (Egyesült Királyság, Franciaország, Németország, Olaszország és Spanyolország) lakosságának a 25 százaléka lesz 65 év fölötti.

Németországban például a nyugdíjkiadások a GDP 18,5 százalékát fogják elszívni 2035-ben, amikor a lakosság 36 százaléka lesz 60 éven felüli

Ezután a felismerés után azok a tagállamok is, akik még nem vezették be piaci alapokra nyugvó nyugdíjsémáikat, elkezdtek azok kiépítését.

A *német* parlament alsóháza 2001. januárjában elfogadta a nyugdíjreformról szóló törvényjavaslatot. A kormányzat az államháztartásból fizetett járadék garantált szintjének csökkentésével, illetve egy adókedvezményekkel és állami támogatással megerősített, ám nem kötelező tőkefedezeti pillér bevezetésével igyekszik hatástalanítani a demográfiai időzített bombát. *Ausztria* nyugdíjrendszerének reformja is halaszthatatlan. Már néhány éve beindítottak egy nyugdíjreformot, amit azonban ismét reformálni kényszerülnek, mert a 2001-ben életbe lépett módosításokkal is legfeljebb 2020-ig biztosítható a rendszer fizetőképessége.

Az OECD²⁰ és az EU²¹ előrejelzései 2010 után csökkenő munkaerő-kínálattal, 2020 után pedig csökkenő népességgel számolnak. Az ellátásra szoruló száma

²⁰ OECD: Reforms for an ageing society, Paris, 2000

²¹ European Commission: Communication on the future evolution of social protection from a long-term point of view: safe and sustainable pensions, 2000 COM (2000) 622)

gyorsan fog nőni, főleg a legidősebbek szegmense nő a világháború utáni baby boom, illetve a csökkenő szaporulat, és a növekvő átlagéletkor miatt. 2050-re az eltartottak aránya 50 % lesz, szemben a mai 24 %-kal.

5. 4. Táblázat. A nyugdíjreform kihívásainak fő mutatói

	Függőségi arány		Állami nyugdíjkiadások GDP % - ában	
	2000-ben	2050-ben	2000	Változás 2000 és a csúcsev ²² között
Belgium	26	45	10.0	3.7
Dánia	22	36	10.5	4.1
Németország	24	49	11.8	5.0
Görögország	26	54	12.6	12.2
Spanyolország	25	60	9.4	7.9
Franciaország	24	46	12.1	4.0
Írország	17	40	4.6	4.4
Olaszország	27	61	13.8	2.1
Luxemburg	21	38	7.4	2.2
Hollandia	30	41	7.9	6.2
Ausztria	23	54	14.5	4.2
Portugália	23	46	9.8	4.1
Finnország	23	44	11.3	4.7
Svédország	27	42	9.0	2.6
UK	34	42	5.5	-1.1
EU	24	49	10.4	3.2

Források: European Commission, EUROSTAT, OECD

Jelenleg a tagállami nyugdíjrendszerek meghatározó mértékben az állami nyugdíjon alapulnak. Csak Angliában és Hollandiában elég fejlett a nyugdíjrendszer magán-nyugdíj szegmense. Az előrejelzések szerint Anglia kivételével mindenhol jelentősen nőni fognak a nyugdíjrendszer fenntartásának költségei. Ez átlagosan 3-5 százalékpontos növekedést fog jelenteni, de Görögország esetében ez 12, Spanyolország esetében pedig 8 % lesz.

²² A csúcsev az az év 2000. és 2050 között, amikor ez az érték a legmagasabb.

Az Európai Bizottság és a Tanács ezért 2001-ben egy közös értékelést készített a stockholmi csúcsra, amelyben egy három fő elemből álló stratégiát vázoltak fel.²³

A tagállamoknak csökkenteniük kell az államháztartási hiányukat, hogy felkészüljenek az öregedő népességgel járó költségvetési hatásokra.

- A tagállamok átfogó munkaerő-piaci reformot kell, hogy végrehajtsanak, beleértve az adó és járulékrendszer reformját a magasabb foglalkoztatási arány elérése érdekében, különösen a nők és az idősebbek körében.
- A tagállamoknak ambiciózus reformokat kell végrehajtaniuk a nyugdíjrendszerükben is, hogy az államháztartásra irányuló egyre erősebb nyomást enyhíteni tudják. A nyugdíjrendszert egészséges pénzügyi alapokra kell helyezni és garantálni a generációk közötti esélyegyenlőséget.

Az *Európai Unió* egyébiránt már 1999-ben a Pénzügyi Szolgáltatási Akciótervvel egy csomagban elfogadta alapvető jelentőségű dokumentumát a kiegészítő nyugdíjrendszerek európai harmonizációjáról.²⁴ A közlemény az 1997 júniusában kiadott témában készült Zöld Könyvre és az arra adott szakmai reflexiókra épül.

A kiegészítő nyugdíjalapok közösségi szintű szabályozása logikus továbblépés a pénzügyi szabályozás területén, hiszen ezen alapok gazdasági jelentősége rohamosan nő, a magánnyugdíj-pénztárak által kezelt vagyon a közösségi GDP mintegy negyede. Emellett, a közös valuta bevezetése is szükségszerűvé tette e pénzügyi nagybefektetők szabályozásának egységesítését, és mint már említettük demográfiai okok is nagy mértékben ösztönözték a reformot.

A dokumentum három prioritást határoz meg: a nyugdíjalapok befektetési hatékonyságának növelését a befektetések biztonságának garantálása mellett, a munkaerő áramlásának útjában álló akadályok fokozatos eltörlését, és a

²³ Council of the European Union: „The contribution of public finances to growth and employment, Stockholm, Ecofin and Council of the European Union, 23-24 March, 2001, 6997/1

²⁴ COM(99) 134 Final Communication on the Community supplementary pension schemes, 1999.

nyugdíjalapok határon átnyúló befektetéseit hátráltató adózási akadályok csökkentését.

A közlemény két fontos konklúziót von le: a közösségen belül a kiegészítő nyugdíjformák különbözősége és összetettsége súlyosan hátráltatja a belső piac működését. Ezen kiegészítő nyugdíjformák – amelyek egyes tagállamokban már a nyugdíjak felét adják folyamatosan fejlődni és erősödni fognak a jövőben mind demográfiai, mind költségvetési okokból.

A kiegészítő nyugdíjformák működését alapvetően három tényező akadályozza: a befektetésekre vonatkozó mennyiségi korlátok, a munkavállalók nehézségei abban, hogy teljes körűen élvezzék jogaikat abban az esetben, ha más tagállamban vannak biztosítva, és végül a nyugdíjszolgáltatókra vonatkozó eltérő tagállami adórezsimek.

A Bizottság ennek orvoslására közösségi irányelv elkészítését irányozza elő, amely a magánnyugdíj-pénztárak (második pillér) prudenciális szabályozását harmonizálja, ami lehetővé teszi a szolgáltatások teljes körű szabadságát. (A nyugdíjalapok az egyedüli pénzügyi intézmények amelyek, számára nem garantálja közösségi szabályozás a belső piaci szabadságot.) A közösségi szabályozás a minőségi felügyeletre helyezné a hangsúlyt, nem pedig a mennyiségi (pl. befektetési korlátok) elemek harmonizációjára. Mindazonáltal egy bizonyos átmeneti időszakra a tagállamok élhetnének mennyiségi megkötésekkel is. Az alapok számára lehetővé kell tenni a modern menedzsment és befektetési technikák alkalmazását, ami megint csak a részletes és restriktív befektetési szabályozás elkerülését teszi szükségessé. Az irányelv rendelkezne a nyugdíjpénztári felügyeleti rendszerek kölcsönös elismeréséről, és bevezetné a határon átnyúló tagságot. A Bizottság egy “Nyugdíjszakszabotbizottság” felállítására is javaslatot tesz, amelynek keretében a nyugdíjalapok és a szociális partnerek véleményt cserélhetnek.

Az adózási területen a legfontosabb a kettős adóztatás, illetve a nem-adóztatás elkerülése. Ezen a téren az első közösségi szintű szabályozási terület a külföldi munkavállalók által határon átnyúlóan fizetett magán-nyugdíjpénztári befizetések adóztatásának rendezése lehet. Az irányelv elfogadására 2002. végén került sor.

5. 2. 6. Kockázati-tőke alapok

A *kockázati tőketársaságokra* az EU vezetői úgy tekintenek, mint az Amerikához való felzárkózás egyik legfontosabb letéteményeseire. Jelentőségük Európában – összevetve az USA-beli társaságokéval – egyelőre nagyon kicsi, viszont a gazdaság egészének mobilizálásában, a kisvállalati szektor tőkéhez juttatásában játszott szerepük nagyon is elismert az európai döntéshozók körében. Ezért az EU már 1998-ban egy akciótervet²⁵ fogadott el ennek a szektornak a fejlesztésére.

Részben ennek hatására 1999-ben az európai kockázati tőketársaságok 25 százalékkal több tőkét gyűjtöttek össze, és 75 százalékkal több tőkét helyeztek ki mint 1998-ban.

Az Európai Bizottság 2002. október 17-i jelentése²⁶ azonban megállapítja az EU-ban befektetett kockázati tőke mennyisége 2001-ben 35 %-kal zuhant az előző évhez képest. Ráadásul annak ellenére, hogy az USA-ban még ennél is nagyobb arányú volt a visszaesés (62 %) még így is háromszor annyi kockázati tőkebefektetést (41 milliárd euró) eszközöltek ott, mint Európában.

A visszaesés legfőbb oka természetesen az ún. TMT (Telecom, Media, Technology – Telekom, Média, Technológia) szektorban keletkezett „buborék”

²⁵ Risk Capital: A key to job creation in the European Union, Commission Communication, April, 1998.

²⁶ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP), COM (2002) 563(01)

kidurranása volt. A visszaesés az EU-ban a legfejletlenebbnek számító szegmensben, a kezdő és technológiai szegmensben volt a legdrámaibb. A kivásárlások (buy-outs) terén a visszaesés 24 %-os volt. 2001-ben összességében 12,7 milliárd eurót fektettek az EU-ban kockázati tőkebefektetésekbe (a GDP 0,14 %-át), és 10,7 milliárd eurót (a GDP 0,12 %-át) kivásárlásokba.

A kiábrándító adatok ellenére, még így is 2001 számít a második legjobb évnek, de való igaz, hogy a piac továbbra is széttöredezett maradt.

Az Európai Bizottság 2002 márciusa óta támogat egy befektető-azonosító és befektető-orientáló szolgáltatást, a Gate2Growth.com-ot az innovatív vállalkozások számára, kiegészítendő a regionális és nemzeti kezdeményezéseket. Arra számítanak, hogy ennek a pán-európai befektetési adatbázisnak a színvonala 2002 végére éri el a megfelelő szintet, vagyis komoly hasznára válik a tőketársaságoknak – és mindenek előtt – a tőkét kereső kezdő vállalkozásoknak.

Az innovatív szektorok fejlődéséhez elengedhetetlen a megfelelő K+F finanszírozási rendszerek megléte. A barcelonai EU-csúcson Európa vezetői elhatározták, hogy 2010-re az EU össz-GDP-jének 3 %-át kutatás-fejlesztésre fogják fordítani. Az elképzelések szerint ebből kétharmadot a magánszektor kell, hogy adjon. Ezek a célkitűzések tehát az európai kockázati-tőke piac alapos élénkítését teszik szükségessé.

5. 5. Táblázat
Kockázati tőkebefektetések alakulása Európában

Érték millió euróban	1998	1999	2000	2001
Beruházás a kezdeti szakaszban (seed és start-up)	1566	2991	6405	3988
Beruházás a fejlődő szakaszban	5172	8242	13226	8758
Összes kockázati-tőke befektetés	6738	11233	19632	12746
Összes kockázati-tőke befektetés a GDP százalékában	0,09	0,14	0,23	0,14
Kivásárlások (buy-outs)	7333	13154	13917	10743
Összes befektetett magántőke	14071	24387	33549	23489
Összes befektetett magántőke a GDP százalékában	0,19	0,30	0,40	0,27
Magán részvénybefektetésekhez rendelkezésre bocsátott pénz	19663	24613	45633	36915

5. 2. 7. Pénzügyi konglomerátumok

A nemzetközi gazdasági kapcsolatok a javak mind szélesebb körű cseréje mellett egyre több komplex szolgáltatást foglalnak magukban. A szolgáltatások (és a hozzájuk kapcsolódó beruházások) nyitottsága a gazdasági fejlődés és a vállalati tevékenységek fontos összetevőjévé vált. A jelentős világgazdasági szerepet játszó országok számára lényegessé vált a szolgáltatások nemzetközi forgalmának liberalizálása, a kereskedelmi korlátok lebontása.

A Világkereskedelmi Szervezet (WTO) az 1990-es évek végén liberalizálta a pénzügyi szolgáltatások piacát. Ez mérföldkő a WTO működésében, mivel nagyszámú tagország részvételével történik, és gyakorlatilag megnyitja a nemzeti piacokat a pénzügyi szolgáltatások számára. Az előny hosszabb távon gyorsabb

növekedésben, a szolgáltatások minőségének javulásában, és költségsökkenésben nyilvánul meg.

A változások egyik legfőbb hajtóerői – és mint később látni fogjuk egyben legnagyobb haszonélvezői is - a pénzügyi konglomerátumok voltak. Ezek a sokrétű intézmények az egyéb szolgáltatások mellett átfogják a kereskedelmi bankokat, az értékpapír-piaci tevékenységet, a biztosítást, az utazási csekkek és a hitelkártyák kibocsátását, a pénzpiaci alapokat stb. A pénzügyi szolgáltatások terén az elektronikus technológia fejlődése és az állami deregulációs politika nagymértékben segíti a konglomerátumok létrejöttét. Ma a pénzügyi tranzakciók fénysebességgel mennek végbe, és a cégek a pénzpiacok tucatjain tudnak egyidejűleg tevékenykedni. Mindennek azonban egyik legfőbb feltétele az állami korlátozások lebontása, a dereguláció volt.

A három nagy szektor, illetve az őket képviselő intézmények közötti határvonalak elmosódása tehát az elmúlt évtizedben a piacokon domináns szereplőként fellépő pénzügyi konglomerátumok létrejöttéhez vezetett. [Horváth E. – Szombati A., 2000] Konglomeráció azonban nem csak a három fenti alaptevékenység között jöhet létre.²⁷ A konglomerátumok specialitása abban rejlik, hogy több, egymástól jelentősen elkülönülő tevékenységű szervezet kerül közös irányítás alá.

A pénzügyi konglomerátumok olyan intézmények, amelyekben legalább kettő a banki, értékpapír-kereskedési és biztosítási tevékenységek közül megjelenik. Léteznek még olyan, úgynevezett vegyes tevékenységű konglomerátumok is, melyekben a pénzügyinek nem nevezhető aktivitás a meghatározó (ilyen lehet például a kereskedelem, az autógyártás). A pénzügyi konglomerátum fogalmának

²⁷ Franciaország legnagyobb bankja, a BNP Paribas azt közölte, hogy tárgyalásokat folytat a Pinault Printemps-Redoute SA nevű kiskereskedelmi céggel annak érdekében, hogy 869 millió euróért megszerezhesse a Facet bankkártya-kibocsátó társaság 90 százalékát. Az üzlet nagy valószínűséggel létrejön, mert a bank az új céggel vonzóbbá teheti saját szolgáltatásait, a kiskereskedelmi cég pedig további forráshoz jut, így ismét egy lépéssel közelebb jut ahhoz, hogy korábbi ígéretét betartva jövőre 4,8 millió dollárért megvegye a Gucci NV-t. (Figyelőnet Online, 2002. Október 24.)

meghatározása az egyes országoknak a pénzügyi struktúrában és a szabályozási gyakorlatban fennálló különbségei miatt korántsem egységes. Mivel a bankok lehetséges működési köre ugyanúgy különböző az egyes földrajzi régiókban, mint a biztosítási tevékenységek definíciója, vagy a banki és az értékpapír-forgalmazási tevékenységek kapcsolata, ezért egzakt és egységes meghatározás nem igazán adható rájuk.

A három pénzügyi terület szabályozói által létrehozott egyeztető fórum, a Tripartite Group a konglomerátum fogalmára a következő definíciót adta: Olyan közös irányítás alatt álló vállalatcsoport, melynek kizárólagos vagy domináns tevékenysége a három pénzügyi szektor (bank, értékpapír-kereskedelem és biztosítás) által nyújtható szolgáltatások közül minimum kettőt magában foglal.

A konglomerátumok létrejöttének hátterében elsősorban költségcsökkentési elvárások állnak. A különböző szektorokban működő szolgáltatók egymás termékeit is tudják értékesíteni meglévő ügyfélbázisuknak az adminisztrációs, értékesítési és működési költségek csökkentése mellett.

De mint láttuk az elmúlt időszakban lezajlott nemzetközi liberalizáció, dereguláció, illetve az egységes európai piac létrejöttével liberalizált határon átnyúló tevékenységek is megemlítendők a konglomerátumok létrejöttét ösztönző faktorok között.

A következő táblázatok a pénzügyi intézmények összeolvadásainak, felvásárlásainak szervezeti hatásait, illetve ezek okait és motivációit mutatjuk be.

5. 6. a. Táblázat.
Összeolvadások szervezeti eredményei

BANKOK KÖZÖTT	<p style="text-align: center;">BELFÖLDI BANKFÚZIÓK</p> <p>Azonos országban működő bankok fúziói és felvásárlásai</p>	<p style="text-align: center;">NEMZETKÖZI BANKFÚZIÓK</p> <p>Fúziók és felvásárlások több országban működő (amelyekből egyik EU ország) bankok között</p>
SZEKTOROK KÖZÖTT	<p style="text-align: center;">BELFÖLDI KONGLOMERÁTUMOK</p> <p>Fúziók és felvásárlások egy adott országban működő bankok és biztosítók és/vagy más pénzügyi intézmények között</p>	<p style="text-align: center;">NEMZETKÖZI KONGLOMERÁTUMOK</p> <p>Fúziók és felvásárlások EU országban működő bank és más országban működő biztosítók és/vagy más pénzügyi intézmények között</p>

Forrás: ECB: Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry, December 2000.

5. 6. b. Táblázat.
Összeolvadások motivációi és gazdasági eredményei

BANKOK KÖZÖTT	<p style="text-align: center;">BELFÖLDI BANKFÚZIÓK</p> <p>A méretgazdaságosság a legfőbb ok. A disztribúciós hálózat és az adminisztratív funkciók csökkentése (racionalizáció), beleértve az IT és a kockázatkezelés területét.</p>	<p style="text-align: center;">NEMZETKÖZI BANKFÚZIÓK</p> <p>Méret: elég nagynak lenni a piacon. Követni az ügyfelek méretét. Valószínű racionalizációja az adminisztratív funkcióknak.</p>
---------------	---	---

SZEKTOROK KÖZÖTT	BELFÖLDI KONGLOMERÁTUMOK Tevékenység-gazdaságosság a keresztértékesítésen keresztül. Kockázat és bevétel-diverzifikáció. Az egymást kiegészítő disztribúciós hálózatok optimális használata. A valószínű racionalizációja az adminisztratív funkcióknak a költségalapú méretgazdaságossághoz vezethet.	NEMZETKÖZI KONGLOMERÁTUMOK Tevékenység-gazdaságosság a keresztértékesítésen keresztül és a méret a fő motiváció. Kockázat- és bevétel-diverzifikáció. A fúzió, illetve a felvásárlás kevés racionalizációs haszonnal jár, mert az érintett intézmények különböző országokban működnek, ezáltal különböző szabályozásnak és gyakorlatnak vannak alávetve.

Forrás: ECB: Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking industry, July 1999.

A befektetéssel vagy részleges kereszttulajdonlással járó megállapodások az együttműködés mélységét tekintve eltérőek lehetnek. Az együttműködés első állomása a keresztértékesítési csatornák kihasználása. Ennél szorosabb integrációt igényel az úgynevezett csomagolás (*packaging*), amikor a mindkét szektorban nagy tételben értékesített sztenderdizált (például banki és biztosítási) termékeket egymással összekapcsolva, egy helyen nyújtják a befektetőknek. Ennek a kapcsolatnak az elmélyítésével akár létrejöhetnek új, komplex pénzügyi termékek is. A pénzügyi közvetítők integrációjának magasabb fokán a lehetséges szinergikus hatások fokozottabb kiaknázása kezdődhet el. Ez elsősorban a költségek csökkenésén keresztül jelentkezhet, de megnyilvánulhat a diverzifikációból származó jelentős kockázatsökkenésben is.

Az együttműködés további mélyítésének útjában számos akadály állhat, de a leggyakoribbak a szabályozók által alkalmazott tevékenységi korlátok.

A pénzügyi piacok által kínált termékek egyre széleskörűbbé válásával és a hatékonysági előnyök kiaknázásának fokozódó kényszerével mind több intézmény oly módon birkózik meg, hogy megpróbálja integrálni a pénzügyi szolgáltatások minél tágabb körét.

A pénzügyi konglomerátum egyébként nem új keletű szervezeti forma. Az Egyesült Államokban a lakossági szektorban már húsz évvel ezelőtt lezajlott egy konglomerációs hullám, ami mögött a pénzügyi szupermarketek kialakításának szándéka húzódott meg. Az akkor hatályos törvényi szabályozás még tiltotta univerzális bankok létrehozását, így a pénzügyi szolgáltatások széles körét felölelő aktivitás csak konglomerátumok létrehozásával indulhatott meg. Ekkor szerezte meg a Sears a Dean Wittert és a Coldwell Bankert, az American Express a Shearsont, a Bank of America a Schwabot, stb. A 80-as évek elejére ismét előtérbe került a specializálódás és a minőségi kiszolgálás koncepciója. A globalizáció és a technológia fejlődése és a dereguláció azonban újabb lendületet adott a világméretű holdingok létrejöttének. Az elmúlt évtized konglomerátumainak kialakulása mögött meghúzódó szervezeti hatékonysági szempontok érvényesítése a gyakorlatban főként a nagy, tőkeerős intézmények által végrehajtott felvásárlásokon keresztül történt meg. Erre példa a holland ING Group, a német Allianz biztosító vagy a Deutsche Bank terjeszkedése. A különböző szektorok vállalatainak közeledése – a szabályozás kedvező változásával párhuzamosan, esetleg egyedi engedéllyel azt megelőzve – sok esetben összeolvadáshoz vezetett. Ez a legtöbbször együtt járt a tőzsdei árfolyamok növekedésével is, ami a vállalatvezetőket – részvényopciókban megtestesülő ösztönzéssel a hátuk mögött – egyre nagyobb és komplexebb szervezet létrehozására készítette. A részvényopciók által hiszterizált növekedés- és egyesülésorientált vállalatirányítás kudarctörténeteiről már szoltunk korábban. A szektorközi összeolvadások közül a Citigroup 1998-as létrejötte a Citibank és a Travelers Group részvételével a legismertebb példa. Ritkábban, általában fejletlenebb pénzügyi piacokkal rendelkező országokban fordul elő az, hogy egy domináns intézmény – legtöbbször bank – másik szektorbeli tevékenységbe kezd vállalatalapításon keresztül.

A pénzügyi konglomerátumok méretükkel és tranzakcióik volumenével olyan új strukturális elemet képviselnek a pénzügyi közvetítőrendszerben, amely soha nem látott mértékű kihívásként jelenik meg a szabályozó hatóságok számára. A

határokon átnyúló és gazdasági rendszereket behálózó tevékenységük nagyságrendje számottevően meghaladja a korábbi, nemzeti határokon belül tevékenykedő intézményekét. Az erre támaszkodó gazdasági erő és jogszabályalkotási befolyás szintén a korábbiaktól lényegesen jelentősebb nagyságrendű. A megnövekedett volumen önmagában is megkülönböztetett szabályozói figyelmet érdemel. Mindemellett a konglomerátumok tevékenységének sokrétűsége sokszor rejt magában olyan potenciális veszélyforrásokat, melyek különálló intézmények esetében nem merülnek fel. Számos esetben a konglomerátumok irányítói szándékosan hajtanak végre olyan tranzakciókat, melyek a prudenciális előírások kijátszására irányulnak.

A nem-banki pénzügyi közvetítők világszerte növekvő súlyának és az elmúlt évek tőkepiaci válságaiban játszott szerepüknek tükrében egyre nagyobb figyelmet kap ezen intézményeknek a pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatása. A pénzügyi konvergencia illetve az univerzalizálódás miatt ugyanis a pénzügyi intézmények bármely típusának problémái hatással lehetnek a pénzügyi szektor többi szereplőjére, illetve a szektor egészére. Mindezek miatt a hitelintézetek mellett a nem-banki pénzügyi közvetítők tevékenységét is folyamatosan nyomon kell követni, válsághelyzetekben döntéshozatalkor pedig egyre inkább figyelembe kell venni a nem-banki közvetítők szempontjait is.

A pénzügyi konglomerátumokkal kapcsolatban a leggyakoribb kockázat a többszörös tőkeáttétel veszélye, vagyis hogy a csoportok számára rendelkezésre álló tőkéhez többszörös kockázatot rendelnek. A konglomerátumok létének kényes eleme a kockázat szétterjedéseként emlegetett jelenség, ismertebb nevén a „fertőzésveszély” (risk of contagion) is. Veszély forrása lehet az átláthatatlan szervezeti struktúrák kialakítása is, mert ez lehetőséget teremt a konglomerátum számára kockázatos tevékenységeinek egy olyan intézményhez történő transzferálására, amelyik kevésbé szigorú követelményeknek van alárendelve. Szabályozóknak és felügyelőknek egyaránt komoly feladatot jelent annak megakadályozása, hogy a kockázatok elrejtethőek legyenek a csoportok

különböző, a bankoknál kevésbé szigorúan szabályozott tagjainál (szabályozási arbitrázs), illetve, hogy a csoport egyes intézményeinél kialakuló problémák áttérjedjenek a csoport más tagjaihoz, a tagok közötti ügyletek, tranzakciókon keresztül (csoporton belüli fertőzés).

A nem-banki pénzügyi közvetítők a tőkepiacokra is hatással vannak. Normális piaci körülmények között az intézményi befektetők hozzájárulnak a piac mélyüléséhez, hatékonyságának növekedéséhez és stabilizálásához. Ugyanakkor bizonyos helyzetekben, így éppen a piaci stresszhelyzetek esetében az intézmények ráerősíthetnek például az árfolyamok ingadozására, ami stabilitási szempontból kedvezőtlen jelenség.

A konglomerátumok szabályozásának előkészítésére hozta létre az Európai Unió a Mixed Technical Group on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates (MTG) munkacsoportot, amely 2002. áprilisában hozta nyilvánosságra vizsgálati eredményeinek felfrissített jelentését,²⁸ amelyben az európai piacokon nagy jelentőségűnek értékelik a pénzügyi konglomerátumok szerepét. Amennyiben az EU megközelítését alkalmazzuk (vagyis, hogy a konglomerátum meglétéhez minimum 10 %-os szektoton-átnyúló tevékenység szükséges), akkor a bankszektorban a vállalatok 27 %-a minősül konglomerátumnak, a biztosítási szektorban ez az arány 20 %. Az egyes tagállamok között is jelentős különbségek vannak: egyes tagállamokban a konglomerátumok aránya meghaladja az 50 %-ot mind a banki, mind a biztosítási szektorban. Ha a szektoron-átnyúló tevékenység minimális előírását (10 %) lecsökkentenénk 5 %-ra, a konglomerátumnak számító pénzügyi intézmények aránya 45 %-ra emelkedne.

A konglomerátumok tevékenysége a pénzügyi szektort dominálva a működésük színtereként szolgáló országok pénzügyi rendszerének stabilitására is komoly

²⁸ Mixed Technical Group on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates: the follow-up of the second mapping exercise on EU financial conglomerates, Brussels, 11-04-2002.

fenyegetést jelenthet. A szerteágazó tevékenység koordinálása, illetve kockázatkezelése növekvő működési kockázatot generál, ami még prudens működés mellett is megnöveli az intézmények instabilitását. Nő a moral hazard valószínűsége is: a „too big to fail” elv alapján felvállalt extrém kockázatok, illetve tevékenységek volumene növekszik. A morális kockázat másik megnyilvánulása az, amikor a konglomerátumon belül a banki részhez túlzott mértékű kockázattípusosítás történik, számítva arra, hogy a bankok kockázatai végső esetben átháríthatók a betétbiztosítási rendszerre, illetve a központi bankra.

A kockázati koncentráció a több szektorban való jelenlét miatt megnő. A pénzügyi konglomerátumok esetében egy bizonyos esemény bekövetkezése a különböző szektorok eltérő kockázati faktorait is hasonlóképpen érintheti. Például egy természeti katasztrófa a biztosítók veszteségének növelése mellett a fizetéseképtelen adósokon keresztül a banki területet is nehéz helyzetbe hozhatja. Az eltérő szektorokhoz kapcsolható kockázati faktorok egymásra hatása megmutatkozhat még bizonyos pénzpiaci eseményeket, például jelentősebb leértékelődéseket követően, ahol a banki ügyfelek visszafizetési képességének romlása az értékpapír-portfóliók értékvesztésével párhuzamosan következhet be.

A kihívásokra adott egyik legfontosabb szabályozói válasz az ún. Joint Forum létrehozása volt. A Joint Forum on Financial Conglomerates (Joint Forum) 1996-ban jött létre a „Bázei Bizottság” (Basle Committee on Banking Supervision - BCBS), az International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) és az International Association of Insurance Supervisors (IAIS) részvételével. A fórum az informálisan alakult Tripartite Group munkáját vette át, amely 1993-tól vizsgálta a pénzügyi konglomerátumok kérés-körét szabályozási szempontból. A fórum 13 ország vezető bank-, biztosítási és értékpapír-felügyeleti munkatársait tömöríti. A Joint Forum egyrészt az egyes szabályozási hatóságok együttműködésének útjában álló akadályok felszámolását tűzte ki célul, másrészt pedig konkrét alapelveket dolgozott ki a pénzügyi konglomerátumok hatékony

szabályozásának elősegítésére. A Joint Forum folyamatosan vizsgálja az elkészült alapelvek alkalmazhatóságát, és azon munkálkodik, hogy azok minél hamarabb beépülhessenek a nemzeti szabályozási struktúrákba.

Az Európai Unió szabályozási struktúrájának a nemzeti felügyeletek kölcsönös elismerésén (mutual recognition) alapul. Ezt egészíti ki a székhely szerinti felügyelet elve, amely iránymutatásul szolgál a több országban tevékenykedő pénzügyi szolgáltatók prudenciális felügyeletéért felelős szervezet meghatározásához. Az egységes és átfogó felügyeleti rendszer gyakorlati megvalósítására többféle keretrendszer és megállapodás szolgál. Ezek közül az elsődlegesek a kétoldalú, nemzeti felügyeletek között létrejött együttműködési megállapodások (*Memoranda of Understanding*), melyeket a székhely szerinti felügyelet elvéről és a konszolidált felügyeletről szóló rendelkezések írnak elő. Ezek a megállapodások a valóságban a három érintett szektor közül a bankok felügyeletét ellátó intézmények között a legkidolgozottabbak.

Kifejezetten a konglomerátumok szabályozásának előkészítésére jött létre a már említett Mixed Technical Group on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates (MTG), mely a vonatkozó direktíva elfogadását követően a további szektorközi technikai egyeztetések fóruma marad. A direktíva megalkotásába széles intézményi kör kapcsolódott be, többek között a Banking Advisory Committee, az Insurance Committee és a High Level Securities Supervisors Committee, melyekben a pénzügyminiszterek, a nemzeti felügyeleti hatóságok, illetve a jegybankok képviseltették magukat.

Az EU egyik legnagyobb szabályozási dilemmája a konglomerátumokkal kapcsolatban a pénzügy konglomerátumok pontos definiálása volt (mi számít „pénzügyinek” és mi számít „konglomerátumnak”).

2002. november 20-án azonban áttörést ért el az Európai Unió a konglomerátumok szabályozása területén. Az Európai Parlament elfogadta a

Pénzügyi Konglomerátumokról szóló irányelvet. Az irányelvtől azt várják, hogy fokozódik a konglomerátumok felügyeletének hatékonysága, és a tagállami felügyeleti szervek működési megközelítése interszektoralisabbá válik. Az EU irányelv az első jelentős szabályozási megvalósulása a világon a BIS égisze alatt működő G-10 pénzügyi konglomerátumok felügyeletére vonatkozó ajánlásainak. Az európai döntéshozók az új irányelvtől a nemzetközi pénzügyi stabilitás erősödését is várják.

Az irányelv előírásokat tartalmaz a szolvenciára vonatkozóan, különösen arra ügyel, hogy megakadályozza ugyanannak a tőketételnek a többszöri (több leányvállalat kalkulációjában is) figyelembe vételét (double vagy multiple gearing);

Megköveteli, hogy a csoport-szinten koncentrálnak kockázat és az alegységek közötti tranzakciók megfelelő szinten maradjanak;

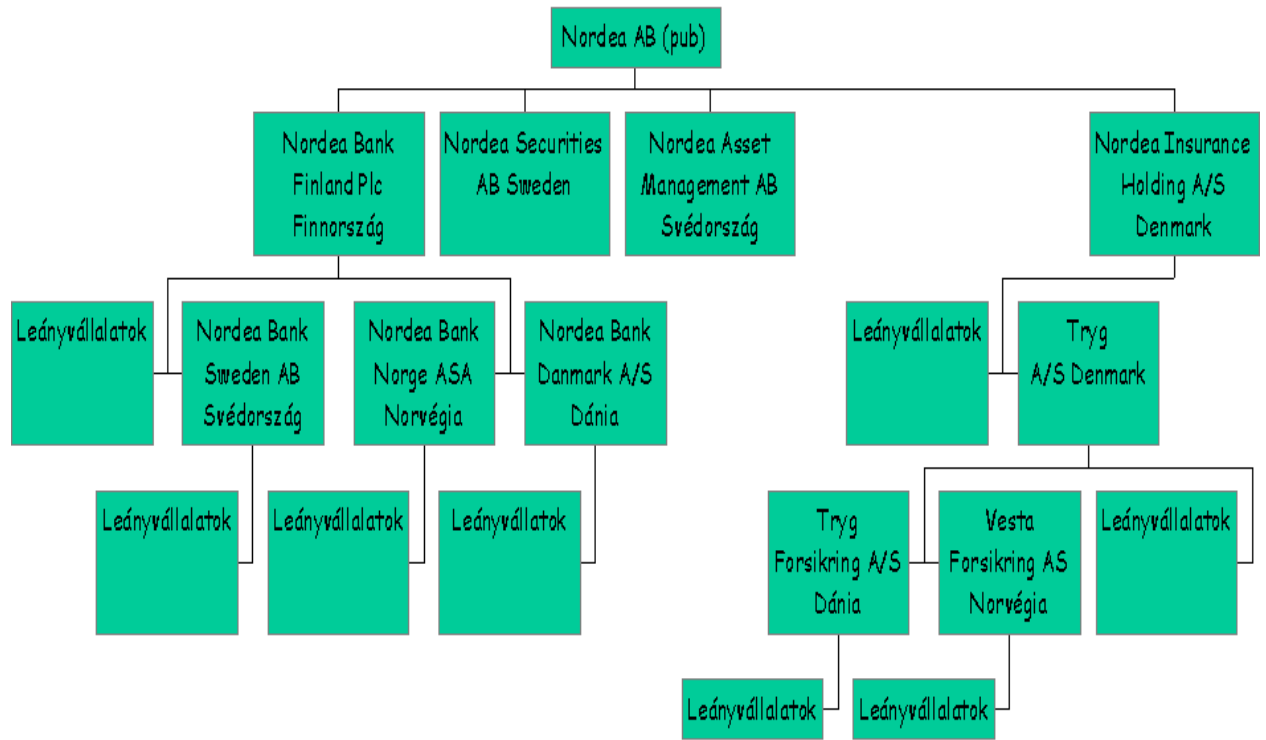
Megköveteli a konglomerátumok menedzsmentjének megfelelő szakértelmét;

Megköveteli a csoporton belüli megfelelő kockázatkezelést és belső ellenőrzési rendszer működtetését;

Végezetül előírja, hogy egy egységes felügyeleti szervet kell a tagállamoknak kialakítani a konglomerátumok ellenőrzésére, de legalább ösztönözni kell a felügyeleti kooperációját, és ki kell nevezni egy koordináló, főfelelős szervet. Előírja továbbá a különböző országok (beleértve nem EU-tagállamokat is) felügyeleteinek információcseréjét, módosítja továbbá számos elemét a létező, homogén pénzügyi csoportokra (bank, biztosítás, vagy befektetési vállalati csoport) vonatkozó szabályozásnak.

Az alábbi ábra egy nemzetközi pénzügyi konglomerátum sematikus szervezeti felépítését illusztrálja példaként (Forrás: NORDEA Bank).

Csoport-felépítés



5. 3. Piacok

A következő fejezetekben a pénzpiacok és a tőkepiacok egyes szegmenseit vesszük sorra és megvizsgáljuk, hogy milyen hatással volt rájuk a közös valuta bevezetése.

5. 3. 1. Pénzpiacok

A Monetáris Unió harmadik fázisának bevezetése előtt az európai pénzügyi piacok különböző szegmensei különböző mértékben voltak integrálódva, egyrészt a forgalmazott termékek különbözősége, másrészt intézményi sajátosságok miatt. Ebből eredően a Monetáris Unió harmadik szakaszának bevezetése eltérő erősségű integrációs hatással, eltérő mértékű likviditás- és hatékonyság növekedéssel járt az egyes szegmensekben.²⁹

A Monetáris Unió hatásának erőssége az egyes szektorok vonatkozásában attól függ, hogy az adott szektor

- mennyire van érintve a monetáris politikai célok által
- milyen az adott piac szerkezete (bankközi vagy inkább ügyfélorientált struktúra, centralizált vagy nem centralizált OTC struktúra)
- mekkora a piac komplexitása (a kereskedett termékek száma és jellege, piaci szereplők)
- milyen a piac infrastrukturális fejlettsége
- milyen egyéb szabályozási, intézményi és történeti jellemzőkkel rendelkeznek.

A készpénz és derivatív piacokon az euró és az új monetáris politikai szabályrendszer bevezetése nagy mértékű változásokat hozott, és óriási mértékű

²⁹ The microstructure of the euro money market, by Philipp Hartmann, Michele Manna and Andrés Manzanares, October 2001, (ECB Working Paper No. 80)

egységesüléshez és szabványosodáshoz vezetett. Ez jogosan várt következménye volt a közös pénz bevezetésének.

A tapasztalatok azt mutatják, hogy az euró bevezetése óta a pénzpiacok megfelelően látják el alapvető feladatukat, a likviditás újraelosztását a rendszeren belül. A nagytételű bankközi piacokon nem jelentkezett komoly fennakadás, sőt a megnövekedett méretű pénzpiac számos előnnyel járt a rendszer egésze és a résztvevők számára is. A határon átnyúló tranzakciók száma is jelentős mértékben növekedett.

Az euró megérkezése az euró övezet új központi banki rendszerének, a Eurosystem-nek a megszületését is magával hozta, és szükségessé tette egy működési hálózatnak a létrehozását, amely lefedi az egész övezetet. Az EMU általános hatása alapvető jelentőségűnek bizonyult, de a tagállami piacok integrációja egyenetlen volt az egyes piaci szegmensek vonatkozásában. Ott, ahol a hatékony határon-átnyúló tranzakciókat támogató piaci infrastruktúra már előzetesen kiépült, vagy kiépítése éppen feltétele volt az Eurosystem létrehozásának a fejlődés gyors volt. A piaci szegmentáció megmaradt azokon a területeken, ahol az intézményi, jogi, infrastrukturális harmonizáció nem volt prioritás.

5. 3. 1. 1. Bankközi piac

A bankközi piac zökkenőmentesen integrálódott, és hatékonyan hozzájárult a likviditás szétterítéséhez az egész euró régióban. A nemzeti bankközi piacok közötti különbségek az euró bevezetése után néhány hét alatt szinte teljesen megszűntek. A közös pénz bevezetése, illetve az ehhez kapcsolódó piaci-magatartási harmonizáció mellett ebben két további tényezőnek volt nagy szerepe. A bevezetett euró-régió indexek, az EONIA és az EURIBOR azonnali és teljes sikert értek el, a piaci szereplők azonnal elfogadták azokat. A határon-átnyúló

fizetések elszámolása rendkívül simán és hatékonyan üzemelt a TARGET (lásd később részletesebben) rendszerben, biztonságos működési feltételeket biztosítva bankoknak az egész régióban.³⁰

A likviditás szétosztásában és redisztribúciójában kulcsszerepe van a bankközi piacnak. Az euró övezeti bankok közötti, határon-átnyúló kintlévőségek összege az 1997-es kb. 650 milliárd dollárról 1999-re 900 milliárd dollárra nőtt. Ez a növekedés az euró-övezeten kívüli bankközi kintlévőségek kárára érvényesült. Az euró-övezeten belüli határon-átnyúló állomány részesedése 35%-ról 50 %-ra nőtt az összes határon-átnyúló kintlévőségben belül. Ez a határon-átnyúló interbank boom azonban nem egységesen következett be az euró-övezeti bankok esetében. Kettős rendszer alakult ki: a nagy bankok közvetlenül egymással kereskednek a határon át, míg a kisebb intézmények megmaradtak a nemzeti határokon belüli kereskedelem mellett. Ez a megoldás költségkímélő számukra, mert olyan intézményekkel kereskednek így, amelyeket jól ismernek, és kevésbé kockázatosnak vélnék.

A bankközi piac rendkívül likvid és mély lett, nagy üzletkötési értékekkel, szoros spread-ekkel, és régiószerte szinte azonos kamatokkal.

A bankközi piac lejáratonkénti forgalom-megoszlása 2001-ben is a 2000. során már tapasztalt trendet erősítette meg. A bankközi forgalom döntő része az overnight szegmensben realizálódott, amely az összforgalom 67%-át adta a kölcsönadói, és 65%-át a felvevői oldalon. Ez a jelenség azzal magyarázható, hogy a bankok költség -, illetve a mérlegük miatti megfontolásokból a rövid távú kamatkockázati kitettségüket a lehető legrövidebb lejáratú szegmensre akarják koncentrálni. Emellett még azzal, hogy a bankközi overnight üzletet működési szempontból nagyon könnyű kezelni, mivel itt nem léteznek a pénzügyi biztosítékhoz (collateral) kapcsolódó elszámolási problémák, és minimális back-

³⁰ Interbank market integration under asymmetric information, by Xavier Freixas and Cornelia Holthausen, August 2001, (ECB Working Paper No. 74)

office tevékenység szükséges hozzá. Az overnight repo tevékenységet ezzel szemben erősen visszafogták az értékpapír-elszámolással kapcsolatos intézményi anomáliák.

5. 3. 1. 2. Repo piac

A repo piacok likviditása is jelentősen megnőtt a közös euró piacon összehasonlítva a korábbi nemzeti piacok likviditásával. A kontraktusok mérete meredeken nőtt.

De ellentétben a pénzpiac bankközi szegmensével, a repo (collateralised) szegmens lassabban integrálódott az euró bevezetése óta. A repo piacok alapvetően nemzeti maradtak, és fejlődésük egyenetlen az euró övezeten belül, nagyon minimális növekedés tapasztalható csak a határon-átnyúló tranzakciók mértékében. Számos strukturális (a már említett szabályozási és infrastrukturális) tényező hátráltatja egy igazán egységes európai repo piac kialakulását az euró övezetben. A repo tranzakciók OTC tranzakciók, főleg hazai felek között, euróban, fix árfolyamon, rövidtávra és a központi kormányzat által kibocsátott biztosíték alapján.

A számos értékpapír értéktár, illetve elszámolóház megléte az euró övezetben, amelyek mind sajátos működési feltételekkel rendelkeznek, akadályát képezik, és jelentősen drágítják az értékpapírok határon-átnyúló átruházásának. Nem létezik egy egységesen elfogadott működési szabályzat és dokumentációs leírás a repo műveletekre, továbbá az egyes országok tulajdonjogot és csődöt érintő szabályai eltérőek, ezért bizonytalan a biztosíték tulajdonjogának, és számos más kulcskérdésnek a megítélése.

Az összeurópai repo piacok kiépítésének akadályát képező kérdéseket számos hivatalos szerv és piaci szereplő felmérte már (pl. Giovannini Csoport, 1999).

Egyes elemek ezek közül, mint pl. az elszámolási eljárások a teljesítési interface-ek, és a piaci eljárási gyakorlatok technikai jellegűnek mondhatók, ezért ezeket könnyebb orvosolni. Mások, mint pl. az eltérő megkövetelt dokumentáció, az eltérő adózási rendszerek sokkal mélyebben gyökereznek az adott ország tradícióiban. Ezek harmonizációjához tehát radikálisabb beavatkozás szükséges, ami nem fog menni a nemzeti hatóságok elkötelezettsége nélkül. További probléma, hogy a repo egyezmények nem harmonizáltak és a mögöttes kötvények hozamgörbéje eltérő lehet.

A repo piac a pénzpiac folyamatosan növekvő és fontos szegmense, de a mérete és gazdasági jelentősége ellenére meglepően kevés alapvető információ áll rendelkezésre a piac szerkezetéről.³¹ Ez a piac tőzsdén kívüli (OTC) természetére vezethető vissza. Az ESCB (European System of Central Banks – Eurosystem – Európai Központi Bankok Rendszere) piacfelmérése szerint a repo piac a készpénzpiaci tevékenységek 37%-át tette ki 2000-ben, az előző évi 32%-hoz képest. A tőkemegfeleléssel kapcsolatos okok (a *counterparty risk* csökkentése) fontos tényezőknek számítanak a piac a fejlődésében.

A piaci koncentrációt vizsgálva elmondható, hogy a tíz legfőbb bank végzi az ügyletek 64%-át, a 20 legfőbb bank az ügyletek 88%-át és a 30 legjelentősebb bank a 97%-át, ami igen magas piaci koncentrációra utal.

A már ismertetett adminisztratív akadályok a hibásak abban, hogy a piacok nemzeti alapon szétagoltak maradtak. Ennek a helyzetnek a részleges orvoslására az EU közösségi szinten szabályozni kívánja a pénzügyi biztosíték (collateral) alkalmazásának előírásait.

5. 3. 1. 3. Futures piacok

A euró futures piacok forgalma erőteljesen megugrott 1999 első felében, a részesvaluták piacainak forgalmához képest a bevezetést megelőzően. A három hónapos euro futures nyitott pozíciók értéke 16 %-kal nőtt 1999. első felében, főképp az OTC tranzakciók kárára. Az EURIBOR három hónapos futures piaca nagyon gyorsan lett likvid és mély, ami főleg annak köszönhető, hogy az euró nagykereskedelmi piacokat sztenderdizálták, és harmonizálták a készpénzpiacot az EURINOR-ral mint alappreferenciával.

Az euró futures és opciós piacok 70%-kal nőttek 2001-ben. A LIFFE-n történik a rövid-lejáratú kamatláb futures üzletkötések 99%-a. A LIFFE adatai szerint az Euribor kontraktusok volumene 56%-kal nőtt 2001-ben, ami az 1999-es állapothoz képest már két és félszeres növekedést jelent. Továbbra is az Euribor futures kontraktusok maradtak Európában a legkeresettebb rövid-távú kamat futures termékek, amelyek a LIFFE összes futures kereskedelmének 69%-át tették ki 2001-ben.³²

5. 3. 1. 4. Kamatláb swap (IRS) piac

A kamtláb swap piac szintén jelentős változásokon ment át az euró bevezetése által. Napi értéke 72 %-kal nőtt 1999-ben az előző évhez képest. Bevezetésre került egy az euró-régióra vonatkozó egységes hozamgörbe. A vételi-ajánlati spread 1-2 bázispontra csökkent. Az átlagos tranzakció volumene 50 millió euróra nőtt, és gyakoriak az 5 millió eurót meghaladó tranzakciók. A piac teljesen sztenderdizált és likvid.

A swap piacok minden probléma nélkül olvadtak össze egy egységes közös piaccá a TARGET és a közös európai indexek (EONIA - Euro OverNight Index

³¹ EURIBOR-ACI report, "The Short-Term Paper Market in Europe" 2. September 2002.

³² The Euro money market. Study 2001. ECB Paper. December 2002.

Average, EURIBOR - Euro Interbank Offered Rate) sikeres működésével párhuzamosan. A repo piac, mint az előbb láthattuk, ennél szerényebb mértékben integrálódott.³³

5. 1. 3. 1. 5. Rövid lejáratú értékpapírok piaca

Ez a szegmens magában foglalja a rövid lejáratú értékpapírokat (kincstárjegy) és a rövid lejáratú vállalati (CP – *commercial paper*, kereskedelmi váltó), illetve banki (CD – *certificate of deposit*, pénztárjegy, letéti jegy) értékpapírokat. Ennek a piaci szegmensnek a fejlődése lassabb volt, mint a pénzpiac többi részéé, jóllehet itt is megfigyelhetőek változások.

A gyors bankközi és swap piaci integrációhoz képest ebben a szegmensben a piacok meglehetősen széttörédezettek, nemzeti alapúak maradtak. Másrészt a kibocsátói tevékenységet tekintve egy jelentős elmozdulás figyelhető meg a vállalati és banki kibocsátás irányába, a kormányzati kibocsátás csökkenése mellett. A lassú integráció alapvetően azzal magyarázható, hogy a befektetők számára sokkal fontosabb a kötvényportfólió diverzifikálása, mint a pénzpiaci portfólióé. A pénzügyi intézmények gyakran nem befektetési okokból tartanak pénzpiaci eszközöket, hanem szimplán biztonságos készpénz-helyettesítési céllal. A pénzpiaci alapok általában hazai piaci és kisbefektetői orientációjúak. Ebből eredően a rövid távú értékpapírokba történő határon-átnyúló befektetésére vonatkozó igény jóval kisebb. Természetesen ebben a szektorban is visszaköszön az egységes klíring, elszámolási, adózási és dokumentációs rendszer hiányából eredő problémahalmaz.

Összegezve elmondható, hogy a rövid-lejáratú értékpapírpiacra a vállalati papírok kibocsátása meghaladta a kincstárjegyek kibocsátását. Az euró-övezeten belül a rövid-lejáratú értékpapírok piaci meglehetősen széttagoltak maradtak. Ezeken a

piacokon a befektetői magatartás (kis aktivitás a másodlagos piacon) visszafogja a likviditást. A vállalati értékpapírpiacon azonban már látszanak a piaci integráció jelei.

A másodlagos piaci forgalom meredeken emelkedett 2001-ben (34%), de a rövid-lejáratú értékpapírpiacon még így is a pénzpiaci szegmens legkisebb forgalmú szegmense maradt. A legnépszerűbb papír (50 százalékos részesedéssel) továbbra is a kincstárjegy (T-bill) volt.³⁴

5. 3. 1. 6. Devizapiac

Milyen hatással volt az euró bevezetése a devizapiacok struktúrájára? Az egyik legfontosabb kérdés – ami bevezetése előtt a leginkább foglalkoztatta a szakértőket és piaci szereplőket -, hogy az euró szerepe a devizapiacokon nagyobb lesz-e (és mennyivel) mint a részesvaluták szerepe összesen a bevezetés előtt. Illetőleg, hogy nagyobb lesz-e a szerepe, mint a német márkáé volt. A bevezetés óta eltelt évek eredményei azt mutatják, hogy a válasz: nem.³⁵ Az euró szerepe a devizapiacokon a német márkáéra hasonlít négy vonatkozásban is: a globális

³³ The impact of the euro on money and bond markets, by Javier Santillán, Marc Bayle and Christian Thygesen, July 2000, (ECB Occasional Paper No. 1)

³⁴ The Euro money market. Study 2001. ECB Paper. December 2002.

³⁵ Az euró nemzetközi szerepe erősödésének irányába mutat, hogy 2003 februárjában a svájci jegybank bejelentette, hogy a frank árfolyamának az euróhoz történő kötését fontolgatja. Az intézkedéssel a svájci nemzeti valuta további erősödését próbálnák megakadályozni. Az elmúlt három évben a felértékelődés folyamatos volt, és mostanra elérte az euróhoz viszonyítva a 9,1 százalékos emelkedést, és ezáltal az exportgazdaság ellehetetlenülését jelenti. A szakemberek ráadásul arra számítanak, hogy az Irak elleni esetleges háború további felértékelődést hozhat magával, úgy hogy egy frank a jelenlegi 1,46 euró helyett 1,40 eurót érhet. A nemzetközi válságok hatása egyértelmű: a szeptember 11-i merénylet után a korábban hosszú ideig 1,51 eurós árfolyam azonnal 1,43-ra zuhant.

A most felröppentett hírrel a svájci jegybank mindenesetre figyelmeztetni kívánja a devizapiacot, hogy semmiképpen nem tűri el a frank további erősödését, és válaszingtezkedést tervez.

Kérdés, milyen árfolyamot rögzítenének. Egyesek 1,50 eurós árfolyamot tartanak valószínűnek, mások a frank legalább tízszaalékos leértékelését vélik szükségesnek. Sokan azonban nem hisznek a tartós összekapcsolásban, annak ellenére, hogy ez mind a svájci külgazdaságnak, mind az idegenforgalomnak igen nagy hasznot hozna. Tény, hogy megszűnne a svájciak jelenlegi kamatelőnye – az euró térségével szemben. (In: Népszabadság 2003. február 6.)

devizakereskedelemben elfoglalt részesedését, a spread-ek szűkösségét, a dollárhoz, és jenhez képesti volatilitását, és a horgonyvaluta-szerepét illetően is.

5. 7. Táblázat.
A devizaforgalom valuta-összetétele egyes EU országokban¹

	UK		Japán		Németország		Svájc	
	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000
	A helyi kereskedelem mennyisége százalékos megosztásban							
Euró ² /Dollár	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollár/Yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollár/Sterling	14	33	3	-	4	2	5	11
Euró ² /Sterling	3	2	0	-	3	3	2	0
Euró ² /Yen	2	1	4	3	2	4	2	1

(1): Spot, forward és swap ügyletek.

(2): 1999 előtt, DM

Forrás: BIS

Természetesen az európai deviza swap piac zsugorodott 1999. után, a közös valuta bevezetése folytán. Az euróban denominált pénzüpiaci derivatívok, mint pl. a swap, vagy futures tranzakciók gyors szabványosodáson estek át, minimálisra csökkentve az OTC tranzakciók jelentőségét.

A közös monetáris politika és az európai bankszektorban lejátszódó fúziós hullám növelte a készpénz-kezelés és a pénzüpiaci tevékenységek integrációját. A monetáris unió bevezetése azzal a hatással is járt, hogy sok jelentős pénzüpiaci szereplő, aki azelőtt csak hazai piacára, esetleg egy-két jelentősebb európai pénzpiacra koncentrált most természetesen kiterjesztette tevékenységét az egész euró-zónára.

5. 8. Táblázat. A devizakereskedelem valuta-összetétele a feltörekvő piacokon 2000-ben

	Dollár	Euró	Yen
Brazília	0.90-0.95		
Kolumbia	1.00	0.00	0.00
Mexikó	0.95		
India	0.90	0.03	0.01
Korea	0.98	0.00	0.01
Fülöp-szigetek	1.00	0.00	0.00
Thaiföld	0.92	0.01	0.04
Magyarország	0.30	0.70	0.00
Lengyelország	0.78		
Oroszország	0.98	0.02	0.00
Szlovákia	0.75	0.10	0.10
Izrael	0.94		
Szaúd-Arábia	0.90	0.04	0.06
Dél-Afrika	1.00	0.00	0.00

Forrás: Nemzeti központi bankok

5. 3. 2. Tőkepiacok

Az európai tőkepiac mérete és jelentősége erőteljes fejlődésnek indult a 90-es években, jóllehet ez a fejlődés egyenetlen volt. Mindenestre az euró bevezetése ennek a szegmensnek is lökést adott a további növekedéshez. Egyes szerzők [Kpate Adjaouté és Jean-Pierre Danthine, 2002] rámutatnak, hogy elméleti szemszögből az EMU hatását nem értékelhetjük nagy jelentőségűnek az európai tőkepiacok megváltoztatásában, hiszen az általa kiküszöbölt valutakockázat nem bizonyult jelentős tényezőnek a részvényhozamok esetében. Ez természetesen egy, kizárólag az elméleti összefüggéseket kiragadó megközelítés, és én személy szerint kétkedve fogadom mindezt. Szükség van a valós piaci folyamatok, illetve a befektetési döntések változásának megvizsgálására is.

A portfólió-kezelők körében általánosan elfogadott megközelítés a felülről lefelé (top-down) módszer a befektetések kiválasztásakor. Ennek során az első lépés az ország-elosztási rács meghatározása, gyakorlatilag elsőfokú prioritást adva a megfelelő földrajzi alapú portfólió eloszlás kiválasztásának. A második lépés a fenti földrajzi diverzifikáción belül a legjobb értékpapírok kiválasztása addig a mértékig, amíg a földrajzi rács azt megengedi. Az euró bevezetésével az európai portfóliók meghatározásában jelentős változás következett be: a két lépés gyakorlatilag felcserélődött.

Az euró bevezetése átrendeződést okozhat az egyes tőkepiacok fontossági sorrendjében is. Sokan a City szerepének csökkenését jósolták, ami azonban nem igazán következett be.

Alexander Schaub, az Európai Bizottság Belső Piaci Főigazgatóságának vezetője egy 2002. novemberi³⁶ beszédében kifejtette, hogy az európai tőkepiac nem elég nagy és nem elég stabil. Értékelése szerint ebben az esetben a méret igenis számít. Minél több befektetést képes a piac összegyűjteni, annál likvidebb, és a befektetők illetve a vállalatok igényei összeegyeztetésében annál hatékonyabb, versenyképesebb lesz. Ez az oka annak, hogy a londoni Citynek szüksége van Európa többi részének növekedésére, és Európa többi részének pedig a Cityre, hogy az katalizálja ezt a növekedést.

A Monetáris Unió hatásai, főképp az árfolyamkockázat csökkenése, és az inflációkat és kamatlábakat nivelláló monetáris politika járult hozzá az európai tőkepiacok egységesüléséhez és növekedéséhez. Az 1992-93 ERM válság idején a tőkepiacok integráltsága is mélypontra süllyedt és ezután folyamatosan növekedett az árfolyamkockázat csökkenésével. Az euró 1999-es bevezetése pedig – mint már említettük – újabb ösztönző volt a piac belső integrációjának növekedéséhez.

³⁶ „Towards a Single European Financial Services Market: Anticipating and managing Change” Speech by Director General Alexander Schaub to the Annual Summit of the Institute of Financial Services, 6th November, 2002, London

A befektetők számára a megnövekedett tőkepiaci integráció sokkal kedvezőbb tereppé tette az euró-zónát. Mindazonáltal a nagyobb fokú integráció azt is jelentette, hogy az euró övezeten belüli részvénybefektetések esetében kisebb lett a tere a portfólió diverzifikálásának, ezért megnőtt a jelentősége a szektoralapú befektetési diverzifikációnak.

Az európai szabályozó és felügyeleti szerveknek az euró bevezetése számos kihívást jelentett. A tőkepiaci integráció fokozta a versenyt és a piac működésének hatékonyságát, de az európai tőkepiacokat egyre inkább interdependenssé tette.

Ez a növekvő interdependencia viszont a szabályozó és prudenciális felügyeleti szervek számára szükségessé tette egy össz-övezeti, az egyes nemzeti tőkepiacok szempontjait az euró-zóna tőkepiaci szempontjainak alárendelő hozzáállás megvalósítását. Ennek az új hozzáállásnak az eklatáns példája a negyedik részben elemzett Lámfalussy-jelentés.

5. 3. 2. 1. Kötvénypiacok

A Monetáris Unió első hatása az európai kötvénypiacokra az volt, hogy a harmadik szakasz bevezetésekor a nemzeti valutákban denominált kötvényeket euróban kellett „újradenominálni”. Ez minden probléma és fennakadás nélkül lezajlott.

A közös valuta bevezetése természetesen a kötvénypiacokra nem volt akkora közvetlen hatással, mint a pénzpiacokra, de itt is jelentős változásokat indított el. A változások legfőbb okozója a méretgazdaságosság irányába ható folyamatok és a növekvő homogenitás keveréke volt. Ebbe beletartozott a kínálati oldali verseny okozta innováció, például a kibocsátási technikákat, a másodlagos piaci szerveződések, vagy a befektetői igényeket jobban kiszolgáló megnövelt kötvényportfólió-diverzifikálást illetően. Ezeknek a faktoroknak az eredőjeként jelentős fejlődés következett be számos területen: a piac nagyobb és integráltabb lett, az átlagos kibocsátás mérete megnőtt, az állampapírpiaci szegmens

homogénebbé vált. A vállalati kötvénypiac túlnőtte az államit, megfordítva egy öröknek hitt állapotot. A kötvénypiacra-lépési feltételek javultak, vagy egyáltalán lehetővé váltak a kis- és közepes vállalati szektor számára. Javult a másodlagos piaci likviditás is.³⁷

1999-óta az euróban denominált kötvényfutures-ök volumene drámaian nőtt. 1999-ben az euróban denominált nemzetközi kötvény-kibocsátás volumene meghaladta a dollár-kibocsátást. Persze az amerikaival összehasonlítva az eurozóna vállalati kötvénypiac a még le van maradva a likviditás, a piacok kiterjedtsége tekintetében, és egyes szegmensei még meglehetősen elmaradtak, főképp ami az alacsony ratingű, vagy rating nélküli adósságok piacát illeti. A piac mérete is messze elmarad az amerikaiétól.

Az Európai Bizottság jelentése³⁸ szerint 2001 februárjában az euróban kibocsátott kötvények volumene meghaladta a 145 milliárd eurót, ami jelentős növekedés a 2000. februári 121 milliárd euróhoz képest. A kibocsátás összetételében is jelentős változás állt be: a vállalati kötvények volumene jóval meghaladta az államkötvényekét.

A kibocsátás felfutásának volt egy nagyon fontos egyszeri motivációja is, mégpedig a tőkejövedelmek adóztatásáról szóló direktíva azon kitétele, ami kimondja, hogy a 2001. március 1. előtt kibocsátott kötvényekre nem vonatkozik az adóztatási és információcsere előírás. (A tőkejövedelmek közösségi szintű adóztatásának kérdéséről részletesen írtunk a 4. 2. részben.)

Összességében azonban elmondható, hogy az eurózóna kötvénypiac a fontos finanszírozó forrás kezd lenni a vállalatok számára. A fenti folyamatok kiteljesedése és interaktusa minden bizonnyal további hatékonyságnövekedéshez és költségcsökkenéshez fog vezetni az euró-zóna tőkepiacán.

³⁷ Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets, by Marcel Fratzscher, March 2001, (ECB Working Paper No. 48)

³⁸ European Commission report on the eurobond market, March 2001, Brussels

Csakúgy mint a pénzpiacok esetében, a pénzügyi szolgáltatók a tőkepiaci szegmens vonatkozásában is átrendezték belső szervezeti rendjüket, átalakították befektetési filozófiájukat olyan módon, hogy az jobban megfeleljen az összeurópai szinten kialakított üzletvitelnek.

A kötvénypiac tehát az a szegmense a tőkepiacoknak, ahol az eurónak a leggyorsabb és leginkább elismert hatása volt és van. Ez részben annak is köszönhető, hogy ennek a piacnak a karaktere már az euró megjelenése előtt is nemzetközi volt, mind az állampapírok, mind a vállalati kötvények piacán. Az euró övezetből származó állampapírok voltak az intézményi befektetők portfóliójában a nemzetközi diverzifikáció legfőbb eszközei, akik számos jogi és más prudenciális korlátozást kellett, hogy figyelembe vegyenek valuta- és hitelkockázati kitettségük meghatározásakor. A nemzeti piacok kis mérete és az alapkezelőknek az egyéni hitelkockázati kitettségekkel szembeni érdektelensége arra kényszerítette a kötvénykibocsátókat, hogy más piacokat is megcsapoljanak egy nemzetközi kötvénykibocsátás keretében. A piac rendkívüli gyorsasággal homogenizálódik. A vállalati kötvénypiac átvette a vezető szerepet a kötvénypiacot hagyományosan domináló állampapír-szegmenstől. A kibocsátási technikák tekintetében egy innovatív verseny bontakozik ki a piacon. Egyébiránt a az EMU bevezetéséhez kapcsolódó technikai feltételek végrehajtása, mint pl. a részesvalutákban kibocsátott kötvények újrakonvertálása, és újradenominálása a piaci szereplőknek sem okozott problémát.

Az euró bevezetése után erőteljes földrajzi diverzifikációt hajtottak végre a befektetők. Megfigyelhető, hogy a kisebb országok befektetői gyorsabban végezték el ezt a diverzifikációt, mint a nagyobb méretű országok befektetői, főleg természetesen azért, mert számukra nagyobb méretben tágult ki a piac, amennyiben éltek ezzel a lehetőséggel. Másrészt, mivel az euró bevezetésével a likviditás és a hitelkockázat lett a kulcseleme a befektetések közötti különbségtételnek, ez kedvező helyzetet teremtett a nagy országoknak a befektetések beáramoltatására. Néhány esetben az egyes kis országok állampapírpiacának elégtelenségének ellensúlyozására még a hozamkülönbség

sem volt elegendő. Ezek miatt számos befektető nagyobb és likvidebb euró-övezeti állampapírpiacon eszközölt befektetéseket.³⁹

Az euró bevezetése miatti stratégiai portfólió újrapozicionálást szemlélteti az is, hogy a befektetők új benchmark indexeket kezdtek el használni. 1999 elejére a befektetők lecserélték az addig használt széles körben használt nemzeti kötvény-indexeket európai indexekre. Jóllehet mind az új benchmarkok bevezetésének sebessége, mind összeállításuk módja jelentős eltéréseket mutat. Az „euró benchmark” koncepciója elég szélesen értelmezett fogalom a befektetők körében. Ebben a vonatkozásban Európa gyakran nem esik egybe az euró-övezettel, gyakran beleértene nem euró-tag EU-tagállamokat, de esetenként egyes csatlakozó országokat is. Továbbá nem minden befektető követi a standard indexeket, gyakran egyéni preferenciájuknak megfelelően átalakítják azokat. Sok befektető nem szereti a túl tágan értelmezett indexeket. Sok esetben az indexek erős nemzeti torzulással (home bias) rendelkeznek és tulajdonképpen egyes nagy tagállamok indexein alapulnak.

5. 3. 2. 1. 1. Államkötvények

Sokan azt remélték, hogy a közös pénz létrehozása olyan mértékben katalizálja az euró állampapírpiacot, hogy azok képesek lesznek megtörni az amerikai állampapírok abszolút benchmark szerepét. Ez a remény abból táplálkozott, hogy a közös pénz és az egységesített monetáris politika megszünteti a nemzeti kötvénypiacok közötti különbségeket. Továbbá arra számítottak, hogy az azelőtt tagállami valutákban kibocsátott teljes mennyiség euróra konvertálása imponálni fog a befektetőknek, már csak a volumene miatt is, nem beszélve a megnövekedett likviditásról.

³⁹ The industry effects of monetary policy in the euro area, by Gert Peersman and Frank Smets, August 2002, (ECB Working Paper No. 165)

És valóban, ahogyan az új fizetőeszköz bevezetésének időpontja közeledett a részes országok hozamgörbéi közeledtek egymáshoz, ahogy az árfolyamkockázati prémiumok folyamatosan megszűntek és a monetáris politika egyre inkább harmonizálódott. Az ún. konvergencia játék (convergence plays) nagyon jövedelmezőnek bizonyult azon befektetők számára, akik idejekorán elkezdtek bízni az EMU harmadik szakaszának létrehozásában, illetve abban, hogy a részes országok köre ilyen széles lesz. 1997 és 1998 során a hozamkülönbségek - egyes lejáratok esetében - a 300 bázispontos értékről mindössze 30 bázispontra csökkentek, és azóta is ezen a minimális szinten maradtak!

2000. végére az euró övezeti államkötvények állománya 2.8 billió dolláron állt, ami majdnem egyenlő az amerikai 3 billiós állománnyal, igaz kisebb mint a Japán 3,6 billiós állománya. Az euró államkötvény piacnak minden esélye megvan, hogy globális vetélytársa legyen, jóllehet még nem jelentős mértékben nagyobb, mint a részes-valutákban denominált állományok bevezetés előtti összege. A piac teljes integrációja sem valósult még meg, hiányzik egy jól megalapozott egységes referencia hozamgörbe.

5. 9. Táblázat.
Az államkötvénypiacok mérete
(állomány milliárd dollárban)

	Névérték			Piaci érték	
	1998	2000	2002*	1988	2000
Euro11	3,474	2,834	2,900	2,266	2,430
USA	3,347	2,993	2,438	1,838	1,740
Japán	2,709	3,626	4,115	1,282	1,733

* OECD előrejelzés

Forrás: BIS; OECD; Európai Bizottság, Schroeders Salomon Smith Barney.

A Giovannini Csoport⁴⁰ (Giovannini Group) 2000-ben jelentést⁴¹ készített az euró-övezet állampapír-kibocsátási tevékenységének tárgyában.

A Csoport megvizsgálta, hogyan lehetne hatékonyabbá tenni az övezet állampapír-kibocsátását, és hogyan lehetne csökkenteni az övezeten belüli hozamkülönbségeket. A piac széttagoltságának megszüntetésének titka a kibocsátási tevékenység megfelelő koordinációja. A koordináció lehetséges szintjeit az alábbiak szerint határozták meg.

- Az adósság-kibocsátás technikai aspektusainak koordinációja;
- Egy közös (*joint*) hitel-instrumentum létrehozása, ország-specifikus változatokkal;
- Egy egységes (*single*) euró-övezeti hitel-instrumentum létrehozása, amely mögött közös garanciák állnak;
- Egy közös európai intézmény felállítása, amely az euró-övezeti tagországok számára bocsát ki hitel-instrumentumokat.

A Csoport képviselői egyetértettek abban, hogy a közös kibocsátáson alapuló megoldás sikeréhez az kellene, hogy a kellő likviditás megteremtéséhez a

⁴⁰ A Giovannini Csoport 1996-ban kezdte meg a munkáját, amelynek lényege az volt, hogy szaktanácsokat adjon az Európai Bizottságnak az EU pénzügyi piacainak integrációja és az euró pénzügyi piacok hatékony működésének kérdésköreiben. A Csoport pénzügyi szakemberekből áll, és dr. Alberto Giovannini elnökl. A Csoport első jelentését 1997-ben készítette az euró bevezetésének a tőkepiacokra való várható hatásairól. („The impact of the introduction of the euro on capital markets”, A communication from the Commission – COM (97) 337 of July, 1997); a másodikat 1999-ben a repo piacok tagállamokban meglévő eltérő szabályozási, infrastrukturális, adózási kereteiről („EU repo markets: Opportunities for change”, October 1999, DG Ecfín), a harmadikat 2000-ben az euró-övezeti kötvénykibocsátás koordinációjának javításáról („Co-ordinated public debt issuance in the euro-area”, November 2000. DG Ecfín). A Csoport legutóbbi jelentése az európai klíring és elszámolási rendszerek határon-átnyúló tranzakciók esetén tapasztalható működéséről szólt (lásd fent).

⁴¹ Giovannini Group: „Co-ordinated government debt issuance in the euro area”, 2000, DG Ecfín.

kibocsátások értékének rendszeresen el kellene érnie a 15-20 milliárd eurós összeget. Ehhez a legtöbb, ha nem az összes kisebb méretű részes-országnek részt kellene vennie a kibocsátásokban. A részvétel akadozása esetén lassú lenne a megfelelő likviditás elérése a közös instrumentum piacán.⁴²

Az egységes euró-övezeti instrumentum várható sikerességét az amerikai és japán államkötvényekkel vívott versenyben egyöntetűen vallották a szakértők. Abban is egységes volt a megítélés, hogy az euró-övezeti piac is jól járna egy egyértelmű saját benchmark-ot jelentő kibocsátó megjelenésével a belpiacon. Abban is egyetértettek azonban, hogy egy ilyen megoldás egyelőre meglehetősen futurisztikusnak tűnik.

Az államkötvénypiac méretének természetes korlátja a maastrichti korlátozás az államadóssági hiány mértékére vonatkozóan. Az eladósodottság csökkenése érezhető Európa szerte az elmúlt félévtizedben. Az euró-övezet átlagos államháztartási hiánya az 1998-as 2,1 %/GDP-ről 1,2 %-ra csökkent 1999-ben. Ennek eredményeként a költségvetési adósság-kibocsátás az 1999-es 600 milliárd euróról 476 milliárdra csökkent 2000-ben. Megjegyzendő azonban, hogy a 2000-es adatot annak fényében kell nézni, hogy az UMTS koncessziók hatalmas bevételeket hoztak a tagállamok konyhájára. A vállalati piacot tekintve éppen az UMTS koncessziók kifizetésének szükséglete, illetve a már vázolt nagyméretű fúziós tevékenység finanszírozási igénye növelte a piacot. A legutóbbi időben ezzel ellentétes irányú folyamatokat: a tagállami államháztartási hiányok növekedését, a Stabilitási Paktumban előírt egyensúlyközelítő költségvetési állapot elérésének évekkal való kitolását, sőt a Paktum „hülyeségnek” való titulálását halljuk Prodi elnök szájából⁴³. Prodi kijelentését zavar és természetesen az Európai Központi Bank heves tiltakozása követte, amihez csatlakozott az IMF is.⁴⁴

⁴² Monetary policy and the stock market in the euro area, by Nuno Cassola and Claudio Morana, January 2002, (ECB Working Paper No. 119)

⁴³ "Ostobának és merevnek" nevezte a valutauniós deficitkorlátozó szabályokat az Európai Bizottság elnöke, Romano Prodi a párizsi Le Monde-nak adott, 2002. Október közepén megjelent

Öt vezető német közgazdász alkotta szakértői tanács szerint az államháztartás helyzete Németországban „rég volt olyan drámai, mint most”. 2003-ra elképzelhető a 3,3 százalékos GDP-arányos államháztartási deficit, míg 2002-ben deficit 3,7 százalék lesz várhatóan.⁴⁵

A stabilitási paktum körüli problémák gyökerét sokan a Gazdasági és Pénzügyi Unióban (EMU) való részvételhez szükséges maastrichti konvergencia-kritériumokra vezetik vissza, amelyek az egyszerűség és az egyértelműség kedvéért olyan nominális célokat határoztak meg, amelyek nem mindig veszik figyelembe a reálgazdasági folyamatokat. Az évekkel később német ihletésre létrejött stabilitási paktumnak⁴⁶ is általában azt róják fel, hogy jelenlegi túlzottan

nyilatkozatában azt mondta: ő is jól tudja, hogy "mint minden merev döntés, a stabilitási paktum is ostoba", s ennél intelligensebb szabályozókra és nagyobb rugalmasságra lenne szükség. Mégis, a paktum az egység megteremtője a valutarendszerben, és "teljes örültség lenne" a szanaszét tartó gazdaságpolitikák lehetővé tétele - tette hozzá.

⁴⁴ Az Európai Központi Bank mellett a Nemzetközi Valutaalap (IMF) vezetői is úgy látják, hogy három európai ország - Németország, Franciaország és Olaszország - aknázza alá az eurózóna stabilitási és növekedési paktumát. Az IMF szerint "a három nagy ország alkalmatlan politikát folytat". Az Európai Központi Bank egy nyilatkozatban azzal vádolta meg az EMU-tagországokat, hogy nem tesznek eleget a saját maguk által vállalt kötelezettségeknek. "A problémák nem azért jelentkeztek, mert rugalmatlan a törvény, hanem azért, mert egyes országok nem kívánják elkötelezni magukat a törvények betartása mellett" - áll a közleményben.

⁴⁵ MTI

⁴⁶ A német ihletésre elfogadott stabilitási (és növekedési) paktum célja fiskális fegyelemre kényszeríteni az unió tagállamait, hogy senki ne sodorja veszélybe a közös monetáris politikát (végeredményben az egységes valuta stabilitását). A paktum szerint a tagországok gazdaságpolitikájukat "közös érdeklődésre számot tartónak" tekintik és vállalják, hogy elkerülik a mértéktelenül nagy államháztartási hiányt. A költségvetési deficit nem lehet több az ország bruttó hazai termékének (GDP-jének) 3 százalékánál. A stabilitási paktum azt is előírja, hogy középtávon (3-5 éves távlatban) minden tagállam köteles egyensúlyba hozni költségvetési mérlegét, vagy költségvetési többletet produkálni. Ennek a feltételnek legkésőbb 2004-re kell megfelelniük az unió tagállamainak.

A paktum a fent említett célok elérését szolgáló külön mechanizmust is tartalmaz. Az eszközrendszer a nemzeti költségvetési politikák kollektív figyelemmel kísérésére, mondhatni ellenőrzésére épül. Ennek keretében minden egyes tagállamnak stabilitási programot (az euróövezeten kívüli országoknak konvergencia-programot) kellett kidolgoznia és átadnia az Európai Bizottságnak, amelyeket éves rendszerességgel frissíteniük kell. A stabilitási programoknak legalább három éves intervallumot kell átfogniuk, és azt kell tükrözniük, hogy a tagállamok hogyan, milyen költségvetés révén kívánják elérni a stabilitási paktumban kitűzött célokat. A tagországokat orientálódó, az Európai Bizottság minden évben úgynevezett átfogó gazdaságpolitikai irányelveket dolgoz ki.

kötött formájában nem képes rugalmasan reagálni a változó gazdasági körülményekre. Ez különösen a mostani recesszió-közeli, de legalábbis stagnáló gazdasági viszonyok között szembetűnő, ahol az eddig szinte szentírásként kezelt paktum nem enged elég mozgásteret a gazdaságot élénkítő intézkedésekre, amelyek alkalmasint a költségvetési hiány ideiglenes növekedését vonnák maguk után.

5. 10. Táblázat.

Euró-övezeti központi kormányzati nettó kötvénykibocsátás

A tagországok által benyújtott stabilitási programokat az Európai Bizottság először kiértékeli, majd ajánlást tesz a tizenötök pénzügyminisztereinek a szóban forgó tagállam költségvetési politikájára vonatkozó hivatalos véleményre. Amennyiben előbb a Bizottság, majd utóbb az uniós partnerek úgy ítélik meg, hogy egyik vagy másik tagország vállalásai a költekező költségvetés miatt vagy más okból veszélybe kerültek, figyelmeztetést intézhet az érintett országhoz. Az intőhöz nem szükséges a 3 százalékos bővös határ átlépése. Ez csupán annak veszélyére hívja fel a figyelmet és felkéri a tagországot, hogy a célokkal összhangban módosítsa költségvetési politikáját.

Ha egy tagállam költségvetési hiánya túllépi a megengedett 3 százalékos határértéket, az EU-partnerek minősített többségi döntéssel (vagy konszenzussal) hivatalos ajánlásban szólíthatják fel a probléma kiküszöbölésére. A szóban forgó tagországnak ezt követően négy hónap áll a rendelkezésére, hogy hatékony intézkedést hozzon a hiba kijavítására. A túlzottan nagy deficitet a figyelmeztetés elhangzása után egy éven belül korrigálni kell. Ha a helyzet nem változik, a tagállamok szankciókat léptethetnek életbe hanyag partnerükkel szemben. Első szakaszban a fegyelemsértőt felkéri arra, hogy éves GDP-jének minimum 0,3 százalékát letétbe helyezze az Európai Bizottságnál. Németország esetében a minimális büntetés több mint 4 és fél milliárd euró lenne. A letétbe helyezett pénz kamatai a közösségi GDP-ben képviselt arányuknak megfelelően a tagállamokat illetik meg.

Ha két év elteltével sem javul a helyzet, a letétből pénzbírság lesz és az egész összeget szétosztják a tagállamok között. Ellenkező esetben a paktum szabályait áthágó tagország visszakapja a letétbe helyezett pénzt és csak a kamatokról kell lemondania. A stabilitási paktum ugyanakkor mintegy utolsó mentsvárként, a GDP 3 százalékát felülmúló költségvetési hiánnyal rendelkező országok számára is kibúvót ad a szankciók alól. "Kivételes esetben és ideiglenesen" elnézhetik a mértéktelenül nagy költségvetési hiányt, például "súlyos gazdasági recesszió idején".

Ország	1999	2000
Olaszország	67	28.7
Németország	48	34
Franciaország	35.3	22.7
Spanyolország	23.6	19.4
Belgium	13.5	9.1
Hollandia	5.5	5.1
Ausztria	12.5	10.6
Portugália	6.8	3.3
Finnország	-0.5	-1.6
Írország	-0.3	-1.6
Luxemburg	0	0
Összesen	211.4	129.7

Forrás: The Euro Bond Market, ECB, 2001.

A fent említett problémák orvoslására az Európai Bizottság paktum szabályainak átértelmezését javasolta 2002. november végén, kísérletet téve az eurózóna romló költségvetési helyzetének és a közös európai valuta alapkövének tekintett megállapodás tekintélyének helyreállítására. A bizottsági javaslatok nem jelentik a paktum betűjének megváltoztatását, de megkísérlik intelligensebbé és előrelátóbbá tenni azt. A bizottsági csomag a várakozásoknak megfelelően egyáltalán nem könnyítené meg a magas költségvetési hiánnyal küzdő országok dolgát, érintetlenül hagyva a paktum központi elemét, amely 3 százalékban maximalizálja a deficitet. Épp ellenkezőleg: míg nagyobb szabadságot biztosítana az alapvetően stabil pénzügyi helyzetű országoknak, nagyobb hatalmat adna a Bizottságnak, hogy fellépjen azokkal szemben, akik nagy költségvetési hiánnyal és magas államadóssággal rendelkeznek.

Az alacsony strukturális hiánnyal bíró országoknak módjában állna valamelyest eltérni a paktum költségvetési egyensúlyt megkövetelő előírásától, nagyobb szabadságot adva nekik, hogy fejlesztésekre, befektetésekre, szükséges strukturális átalakításokra költsenek. Ez volt a paktummal szemben elhangzó kritikák egyik legfontosabbika: alapvetően jó pénzügyi helyzetű országok, például Írország arra panaszkodtak, hogy a paktum „túl merev” értelmezése miatt nem

tudnak fontos befektetések finanszírozni. Ez a változtatás jól érintene egyébként sok tagjelöltet is.

Sokkal keményebben fog viszont fellépni azokkal az országokkal szemben a Bizottság, akik magas strukturális hiánnyal rendelkeznek. Olaszország, Görögország és Belgium mind 100 százalék feletti államadóssággal rendelkeznek, holott a maastrichti kritériumok legfeljebb 60 százalékot tesznek lehetővé – rájuk különösen nagy nyomás helyeződik majd Brüsszel részéről. Azok az országok, amelyek magas költségvetési hiánnyal rendelkeznek, például Németország és Franciaország, továbbra is legalább évi 0,5 százalékkal kell, hogy csökkentsék deficitjüket. Az egyes tagállamok költségvetési helyzetének elbírálásakor ugyanakkor a Bizottság figyelembe fogja venni, hogy a gazdasági ciklus mely fázisában vannak, és egészében véve milyen a pénzügyi helyzetük.

Míg a javaslatcsomag lehetővé teszi az alapvetően jól teljesítő országoknak, hogy a szükséges és fontos kiadások finanszírozására eltérjenek a költségvetési egyensúlytól, a Bizottság figyelmeztetést fog intézni azokhoz, akik kényelmes pénzügyi helyzetüket fiskális lazításra, adócsökkentésre használnák fel, nem pedig strukturális reformok finanszírozására, az államadósság csökkentésére.⁴⁷

5. 3. 2. 1. 2. Vállalati kötvények

Az euró attraktivitása a magánszektor hitelfelvevői számára volt a legnagyobb. Az euró bevezetésének talán legjelentősebb hatása volt az euróban denominált vállalati kötvénykibocsátás berobbanása, mind az euró-övezeti, mind az azon kívüli kibocsátók részéről. További említésre méltó jelenség ezzel kapcsolatban, hogy a kibocsátás megugrása pontosan egybe esett az euró 1999. januári bevezetésével. A kibocsátási roham 1999. első negyedévére esett. A prímét az

⁴⁷ Bruxinfo. 2002. 11. 28.

euró-övezeti kibocsátók vitték, akik háromszor (!) annyi kötvényt bocsátottak ki, mint azelőtt a részesvaluták összességében. Az övezeten kívüli kibocsátók is jelentős mértékben növelték euró-alapú kibocsátásukat, de ez elmaradt a zónán belüli cégektől. 1998 augusztusa és 1999 novembere között az euró-övezeti vállalatok nemzetközi hitelpapírkibocsátásuk 75 %-át eszközölték euróban, míg az 1990 január és 1998 augusztus közé eső időszakban ez az arány csak 10 % volt a részesvaluták vonatkozásában. Ugyanezek az arányok a zónán kívüli kibocsátók esetében 21 %, illetve 2 % voltak!

A kibocsátási volumen megugrása több tényező együttes hatásával magyarázható, és nem mindegyik köthető szorosan az új valuta bevezetéséhez. Az akkoriban meglévő kedvező gazdasági helyzet, és pozitív növekedési kilátások, alacsony infláció és alacsony kamatszint mind bátorította a kibocsátókat. A befektetők élénk és derűlátó attitűdje szintén a hitelfelvevők kezére játszott. Továbbá, az európai vállalatok igen aktívan kivették a részüket a 90-es évek végén lejátszódó fúziós és felvásárlási hullámból, és a kötvénykibocsátás egy megfelelően rugalmas és kézenfekvő megoldásnak tűnt ezek finanszírozására. Speciális európai jelenség volt a telekom szektorba irányuló hatalmas tőkebefektetések és vállalati tranzakciók finanszírozási igénye, ami megint csak egy jelentős mennyiségű kötvénykínálat formájában jelentkezett. Az európai valuta bevezetése egy döntő specifikus hozzájárulás volt ezekhez a fejleményekhez, lényegesen kiszélesítve a befektetési portfóliót, amit egy kötvénykibocsátás segítségével meg tud csapolni az adott kibocsátó, ezzel jelentős mértékben csökkentve a tőkepiaci finanszírozás költségeit. Az első kibocsátási hullám hatalmas sikere lendületet adott a piacnak a továbbfejlődéshez. A fellendülés az elsődleges piacon a másodlagos piac fejlődését is maga után vonta. Az EMU bevezetése okozta verseny-növekedés arra sarkallta a vállalatvezetőket, hogy átalakítsák cégük pénzügyi struktúrájukat és egy optimális tőkeáttételi helyzetet teremtsenek, ami szintén hozzájárulhatott a makroszintű dezintermediációhoz, vagyis a tőkepiaci hitelfelvétel megerősödéséhez. Az euró bevezetése utáni hatalmas kötvénypiaci siker számos elemző szerint ugyanis annak a jele, illetve előkészítő momentuma,

hogy a kontinentális Európában a tőkepiaci alapú finanszírozás megerősödik, egy új szakaszba juttatva az európai pénzügyi rendszert. Ez a szerző véleménye szerint még akkor is igen valószínű, ha figyelembe vesszük a gazdasági és tőzsdei visszaesés romboló hatásait (lásd. korábban a Neuer Markt esetét), amelyek valószínűsíthetően csak időlegesen torzítják a trendet. A hitelfelvevők számára a legnyilvánvalóbb előny az, hogy egy pán-európai szintű befektetői tömeggel tudnak számolni, ezért lehetőségük van a kibocsátási méretek jelentős növelésére. A kibocsátások átlagos mérete ennek megfelelően jelentősen megnőtt.

Más kérdés, hogy az euró kötvénypiac kibocsátói struktúrája még korántsem egyenletes: a banki kibocsátók dominálják a piacot. Ez a dollárban történő kibocsátások esetében nem igaz: itt a bankokon kívül igen jelentős az egyéb pénzügyi, és nem pénzügyi vállalatok kibocsátási aránya is.

A banki kibocsátók európai dominanciája tehát az euró bevezetése után is folytatódott (ez is szemlélteti a kontinentális pénzügyi rendszer jellegzetességét, hiszen itt a bankok a finanszírozás fő csatornáit). 1998 és 2000 között az euróban denominált kötvénykibocsátások 60 %-át adták a bankok, ami duplája a dollár szegmensben megfigyelhető aránynak.

Az euróban denominált kötvényekhez kapcsolódó futures kereskedelem drámaian nőtt 1999-óta. Míg a rövid-távú kamat-futures piac központja a londoni LIFFE, addig a *kötvény-futures* kereskedelem fellelőre a német-svájci derivatív tőzsde, az Eurex. További fejlemény, hogy a swap piacok fontos színterei lettek a kockázatfedezeti stratégiának az euró-övezetben. Mivel a vállalatok kötvénykibocsátása meglódult a fedezeti igények is megnöttek, aminek elsődleges eszközei a swap szerződések lettek.

Már említettük, hogy az euró bevezetésének egyik legfőbb következménye az volt, hogy a valutaközi hozamarbitrázsra és a nemzeti kamatkülönbségekre

alapozó befektetési stratégiák elavultak. Az európai portfólió-befektetőknek meg kellett tanulni sokkal inkább a hitelkockázati elemekre koncentrálni.

A jövőt illetően valószínűsíthető, hogy az európai kötvénypiacok nemzetköziesedése és diverzifikációja tovább fog folytatódni. A meglévő intézményi akadályok folyamatosan csökkenni fognak, hiszen Európa nem szeretne lemaradni a nemzetközi versenyben, és ez a szándék rendkívül erős késztetés lesz a gyorsított reformokra. Másrészt az európai lakosság rohamos öregedése a nyugdíjalapok eszközeinek növekedéséhez vezet, ami hatalmas keresletet támaszt a piacon, kedvező klímát teremtve a kibocsátóknak. Mindazonáltal egészen bizonyos, hogy még jó néhány évnek kell eltelnie mire az európai vállalati kötvénypiacok méretben, és hatékonyságban beérhetik, vagy megelőzhetik az amerikaiakat.

5. 3. 2. 2. Részvénypiacok

Az EMU harmadik fázisának hatása közvetett és azért nehéz elkülöníteni a többi strukturális tényezőtől. Egy közvetlen hatás a valutakockázat eltörléséből ered. Ez arra vezette az euro területén tevékenykedő befektetőket, hogy a hazai orientációról inkább nemzetközi, szektorális orientációra váltsanak, és inkább a pán-európai befektetések felé forduljanak. Ezt világítják meg a következő fejlemények:

- Az euró-régióban lévő intézményi befektetők hazai piacokra való koncentrációja (*home bias*) csökkent az euro bevezetése óta. Ezt mutatja az a tény is, hogy 1999-ben és 2000-ben a hazai orientációjú befektetési alapok piaci részesedése csökkent, míg a pán-európai vagy euro területére koncentrálnak nőtt. A hazai orientáció csökkenéséhez vezető, hasonló trendet lehet megfigyelni a nyugdíjalapok részvényportfólióinál is az euró-régióban. Az euró-régióban tevékenykedő intézményi befektetők a nemzeti alapú szektor benchmarkokról

inkább a pán-európai szektor benchmarkok használatára váltanak át. A szektoriális megközelítés bevezetése azt is jelentette egyben, hogy nem korlátozták magukat euró-övezeti befektetések körére, mert szükséges volt, hogy az Egyesült Királyság, Svédország és Svájc területén működő vállalatokat is bevonják bizonyos szektoriális referenciákba (pl. a gyógyszergyártás, az élelmiszeripar, a bankszektor és a telekommunikáció területén). A befektetők számára a másik oka arra, hogy kiterjesszék a benchmarkjaikat egész Európára az volt, hogy további európai integrációra számítottak (ide értve az EMU terjeszkedését is).

- Mellékhatásként az euro bevezetésének hatása volt az euro-övezeti részvénytőzsdék más aspektusaira is, mert a befektetők a könnyebb és leghatékonyabb megoldást keresték, hogy diverzifikálják a portfóliójukat a határokon át. Nevezetesen, a jól elemzett, nagy kapitalizációjú részvények iránti kereslet nőtt a kis kapitalizációjúakhoz képest, és a passzív befektetési stratégiák (pl. indexalapok) népszerűbbek lettek az alapok menedzserei körében.

- A nemzetközi részvényáramlásokkal kapcsolatban elmondható, hogy a fizetési adatok mérlegadatokat azt mutatják, hogy az euro területén lévő vállalatok az USA piacaira fókuszálnak az akvizíciók és portfólió beruházások esetén. Több okkal is magyarázható ez, például azzal, hogy az euro területén lévő vállalatoknak globalizálódniuk kell (egyrészt az euro bevezetése miatt), továbbá, hogy az USA-ban kevésbé tartják kellemetlennek az akvizíciókat, mint az euró-zónában (lásd 4.3. fejezetben az európai szabályozás válságát). Az EMU harmadik fázisa óta bekövetkezett jelentős nettó kiáramlás a piac szereplői szerint megterhelte az euro árfolyamát.

A piac struktúrájáról és az infrastruktúrájáról elmondható, hogy a határokon átnyúló kereskedelem iránti megnövekedett kereslet konszolidációs folyamatot indított el az európai tőzsdék között és az értékpapír klíring és elszámolási rendszerek között is. Az elektronikus, rendelés alapú piacok dominanciája Európa

kontinentális részén korlátozta az alternatív kereskedelmi rendszerek jelentette versenyfenyegetést. A tőzsdék közötti összeolvadás az elvárások szerint a piac feldarabolódását korlátozza hosszú távon, míg az új technológiák lehetővé teszik a piac szereplőinek, hogy bárhol könnyen hozzáférjenek a piacokhoz.

Az intézményi befektetők növekvő mérete és a vállalatok globalizációja a nagykereskedelmi piacokon a részvénykereskedelmi és a tanácsadási szektor nagyobb koncentrációját hozta magával. Ez a nagy játékosok javát szolgálta, akik le tudják fedni a pán-európai és globális piacot a szolgáltatások nyújtásában és a kutatási tevékenységben is. A nagykereskedelmi piacok centralizációja nem fejeződött be, általános várakozás, hogy a jelenség folytatódni fog.

Alapjában véve tehát az euró hatása az európai részvénytőzsdákra inkább azokban a faktorokban érezhető, amelyek a részvények árát határozzák meg, és kevésbé a részvények kereskedelmét meghatározó struktúrák vonatkozásában. Az euró bevezetése óta a következő fontos, de a bevezetés tényéhez inkább érintőlegesen köthető jelenségek figyelhetők meg az európai részvénytőzsdákon: a nemzetközi részvénykibocsátások növekedése, illetve a fiatal, jelentős fejlődési potenciállal rendelkező kibocsátókra szakosodó értéktőzsdék felemelkedése és bukása. A harmadik, negatív jelenség az összeurópai részvénykereskedelem kialakulásához szükséges egységes infrastruktúra kialakulásának meglepően lassú, és ellentmondásos volta (lásd erről részletesebben a tőzsdék helykereséséről szóló részt).

1999-ben és 2000-ben a részvénykibocsátást segítette a részvényárfolyamok szárnyalása, a kedvező hangulat és a kormányok folyamatos kivonulása a gazdasági tevékenységek egyes szektoraiból. Az euró-övezeti vállalatok nemzetközi részvénykibocsátása ebben a két évben a duplájára nőtt a megelőző két évhez képest, és elérte a 199 milliárd dollárt. Bármilyen nagynak tűnik ez a növekedés, mégis elmarad a fejlett régiók teljes átlagától, amely 119 % volt!

5. 11. Táblázat.
Értékpapírpiaci indikátorok

	Piaci kapitalizáció				Forgalom				Jegyzett vállalatok		
				2000 GDP%	Milliárd USD			2000 kap.%			
	1990	1995	2000		1990	1995	2000		1990	1995	2000
Euró övezet	1181	1977	4990	84	737	1309	6292	11	2485	2592	3800
Németország	355	577	1202	64	509	594	1966	15	413	678	740
Franciaország	312	500	1337	104	121	213	975	7	578	450	1022
Olaszország	149	210	744	70	42	87	955	12	220	250	283
Spanyolország ¹	111	151	474	85		235	1468	28	427	362	875
Hollandia	120	287	615	166	41	124	825	9	260	217	225
Belgium	65	102	157	69	9	18	40	2	182	143	160
Ausztria	26	33	28	15	11	13	9	3	97	109	97
Portugália	9	18	57	56		4	51	8	181	169	113
Finnország	23	44	271	227	4	19	189	6	73	73	154
Írország		26	74	79			13	2		80	78
Luxemburg	10	30	31	184			2	0	54	61	53
USA ²	3105	6918	14783	149	1815	5554	28552	18	6599	7671	6969
Japán ³	2929	3545	3438	75	1288	884	2176	6	2071	2263	3333
UK	850	1347	2436	172	543	1153	4246	16	1701	2078	2408
Kanada ⁴	461	677	842	121	71	185	599	6	1144	1196	1386
Svájc	158	398	734	305	65	340	586	7	182	233	252

¹Forgalom: Madrid Stock Exchange, Barcelona, Bilbao. ²Forgalom: New York Stock Exchange, Nasdaq, AMEX. ³Forgalom: Tokyo Stock Exchange, Osaka Stock Exchange. ⁴Stock exchange of Toronto, Montreal és CDNX.

Források: International Federation of Stock Exchanges (FIBV); International Finance Corporation; Swiss Exchange.

Az euró-övezet jelentős részében csökkentek a kötvényhozamok a gazdasági konvergencia következtében, ami arra ösztönözte a kisbefektetők egy jelentős részét, hogy elmozduljanak a kockázatosabb, de nagyobb megtérülést ígérő részvénybefektetések felé. A részvényalapú befektetési alapokba rekordmennyiségű pénz áramlott, ami jelentős részvényár-emelkedést generált egész Európában. Érdekes módon a befektetők viszonylag lassan reagáltak az értékvesztésre, még 2000. második felében is áramlott a pénz az európai részvényalapokba.

Az európai „új piacok”, amelyek a kis méretű, dinamikus, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatok tőkeszerző helyei követték az amerikai nagytestvéreik sorsát. Az új, amerikai mintára tőkepiaci úton fejlesztő kis- és középvállalatok egész hada profitált a szárnyaló részvényárfolyamokból Európában is, de 2000 márciusa után az Internet Buborék kipukkanása után mind az árak, mind a bevezetések, mind a befektetői bizalom szinte pillanatok alatt szertefoszlott. Komoly kételyek merültek fel nem csak a vállalatok, de a tőzsdék szakmai felügyelete vonatkozásában is.

A vállalatok jelentős része (főképp a kisebb méretűek) még mindig inkább a saját székhelyükön üzemelő tőzsdére vezeti be papírjait. A kontinentális európai részvénytőzsdék átlagosan kisebbek, mint a fejlett világ többi részén működők. Szintén kisebb a méretükhöz képesti átlagos havi forgalmuk is. A legfontosabb oka ennek a lemaradásnak a nemzeti piacok szegmentációja és az euró-övezeten belüli egységes kereskedési infrastruktúra hiánya.

Számos kísérlet történt egy egységes európai platform létrehozására, amely lehetővé tenné az euró-övezeten belüli és azon kívüli befektetőknek egyaránt, hogy az európai cégek papírjaival szabadon kereskedhessenek egy összeurópai bilaterális vagy multilaterális tőzsdközi egyezményhálón alapuló rendszer segítségével. A legambiciózusabb ilyen terv a hat legnagyobb európai tőzsde szövetsége (beleértve Londont és Zürichet is) egy közös európai piac létrehozására a legnagyobb és legkeresettebb vállalati papírok számára. Az eredeti elképzelések egyre szerényebbé váltak, a helyi tradíciók és érdekek egyelőre erősebbnek bizonyultak. Szó lehet azonban a nyitvatartási idők harmonizálásáról, egy közös kereskedési infrastruktúra, és egy egységes elszámolási és klíring megoldás létrehozásáról. A piaci likviditás növelésével, a kereskedési költségek csökkentésével az európai piacok kiaknázhathatnák lehetőségeiket, és egy olyan méretre fejlődhetnének, ami megfelelőbb lenne az összeurópai reálgazdaság méretéhez képest. Ez a folyamat azonban, mint már jeleztük, kiábrándítóan lassú. A megegyezés útjában áll a rivális csoportok önérdelke, és az ellenérdekeltség,

hogy az alkalmazott technikai, eljárási megoldásokat feladják. A német és a londoni tőzsde egyesülése például alapvetően azon bukott meg, hogy a helyi brókerek nem látták biztosítva érdekeiket egy egyesült szervezetben, ezért megvétőzták azt. Csalódottság, az előrelépés hiánya, és egy egyre fenyegetőbb versenykihívás az új, illetve amerikai elektronikus alapú tőzsdék részéről. Röviden ez jellemzi a helyzetet. Mindez, főképp az utóbbi azonban kétségtelenül ösztönző erővel is hatott egyes tőzsdékre. Ha nem is összeurópai szinten, de regionális alapon elindult a tőzsdék együttműködése (részletesen: lásd később). Ez a folyamat azonban valószínűleg még nehezebbé teszi egy összeurópai szintű tőzsdei harmonizáció elérését.

A szektor konszolidációját mindenki elkerülhetetlennek tartja, de az odáig vezető út rendkívül nehéz mentnek tűnik. A legnagyobb vállalatok papírjainak párhuzamosan történő európai kereskedése a tőzsdék versenye folytán azt eredményezi, hogy csökken az összpiaci likviditás, és az ártranszparencia. Egy ilyen helyzetben a fő nyertesek a piaci szereplők által létrehozott elektronikus kereskedelmi platformok lehetnek. (A nevető harmadik szép példája.) Jóllehet, ezeknek a kereskedési platformoknak még bizonyítaniuk kell, hogy jelentős mennyiségű forgalmat tudnak elcsábítani a hagyományos tőzsdéktől. Ráadásul, a sokféle szempontból a technikai hátróságukat jelentő technológiai szektor is megrendítő erejű csapást szenvedett az elmúlt időszakban. A verseny egyik kulcstényezője az, hogy az üzletkötés utáni (post-trade) költségeket csökkenteni kell a klíring és elszámolási mechanizmus konszolidálásával. A nemzeti piacok a nemzeti értéktári és elszámolási infrastruktúra köré épültek, amely mindenhol szervesen kötődik a nemzeti fizetési rendszer infrastruktúrájához. Ebből eredően a határon-átnyúló tranzakciók meglehetősen drágák Európában, hiszen számos intézmény vesz részt egyetlen tranzakció lebonyolításában. Egy egységesített platform, amely lefedné az egész régiót jelentős mértékben csökkentené ezeket a költségeket, amelyek mintegy 60 %-át képezik a teljes tranzakciós költségeknek.

Jóllehet az EU-ban léteznek az értékpapírpiacon szereplőre vonatkozó közösségi szabályok, ezek a pénzügyi szolgáltatások rendkívül gyors fejlődése miatt részben elavultak, részben pedig olyan lazák pontatlanul definiáltak, hogy a tagállamok tetszésük szerint hajthatják végre azokat, mint, ahogy azt Lámfalussy is megállapította elemzésében [Lámfalussy, 2002]

Az európai részvénykibocsátási szabályok eltérőek. Országonként változnak a kibocsátási tájékoztatók és a tőzsdei cégek rendszeres tájékoztatási kötelezettségeinek tartalmi követelményei, különbözőek az intézményes befektetők definíciói, stb. A számviteli szabályok sokfélesége miatt nehéz összehasonlítani a különböző tagországok tőzsdéjén jegyzett cégek pénzügyi eredményeit, és nem egységesek az auditor a vállalatok közötti viszony szabályai.

A pénzügyi intézmények felügyelete is nagymértékben eltérő a tagállamok között. Az ezek orvoslására indított nagyszabású szabályozási reformról a negyedik fejezetben esett szó.

Sokszor ejtettünk már szót e dolgozatban a nemzetközi tőkepiacok, értéktőzsdék válságáról is. 2002. szeptember közepére csaknem ötéves mélypontra süllyedtek az irányadó európai részvényindexek. A biztosítási szektorban az árfolyamok rekordmélységbe zuhantak, a fejlett technológiai papírok jegyzése 1996 körüli szinten állt. Szintén szeptemberben az 1997-es ázsiai pénzügyi válság óta nem látott 7528 pontos mélypontra süllyedt a Dow Jones részvényindex, a Nasdaq szintén a hat éve nem látott mélységbe, 1139 pontra zuhant. A helyzetet súlyosbították egyes a bizonytalanságot, vagy a hisztérikus hangulatot továbbfokozó események is, mint a tervezett Irak elleni támadás, vagy a szörnyű vérengzés Bali.⁴⁸

⁴⁸ A 188 emberéletet követelő Bali szigeti robbantásos merénylet újabb sebet ejtett Ázsia leggyengébb gazdaságán. A befektetői bizalom megingott, a Bali-effektus érződik: hasonló merénylet bárhol megtörténhet. (NOL, 2002. október 14.)

A következő oldalakon a tőkepiacok növekvő interdependenciájának gyakorlati leképeződéséről, vagyis az európai tőzsdék beindult – és a turbulens viszonyok közepette folyó - fúziós hullámáról ejtünk néhány szót.

5. 3. 2. 2. 1. Tőzsdék helykeresése

Mint arról már korábban szoltunk, az európai értéktőzsdék valóságos körtáncot jártak egymással és a Nasdaq amerikai elektronikus tőzsdével a kipróbálva a fúziók és szövetségek szinte valamennyi lehetséges verzióját. Az eseményeknek azonban még mindig a kellős közepén vagyunk, és nem látszik tisztán, hogy milyen erővonalak mentén nyeri el az Európai tőkepiaci intézményrendszer a végső formáját.

Egy jellemző fejlődési irány a tőzsdék változási folyamatában – esetenként mint a fúziók kivédésének eszköze - a külső tagság (remote membership) bevezetése is lehet. Ez a megoldás lehetővé teszi a külföldi befektetőknek, hogy a hazai brókercégek kikapcsolásával tőzsdetagságot szerezhessenek és közvetlenül kereskedhessenek a tőzsdén. Ez természetesen csak akkor jelent előnyt, ha a kereskedelmi rendszer számítógépes, ekkor ugyanis például egy amerikai befektető a saját irodájából emberi közvetítés nélkül kereskedhet akár egy európai tőzsdén is.

A másik eleme az átalakulásnak az, hogy a tőzsdék egyfajta „brókerklubból részvénytársaságba mennek át. Az elektronizált kereskedés és a remote membership kulcsfontosságúnak tűnik a tőzsde fennmaradásának szempontjából. Ugyanakkor ez a két reform a helyi brókercégek érdekeit erősen sérti.

Hasonló érdekkonfliktus van a brókercégek és a tőzsde mint szervezett piac között a kereskedés átláthatósága, a kisbefektetők érdekvédelme, a bennfentes kereskedés féken tartása és hasonló kérdésekben. Mindezen okokból célszerű szétválasztani a tőzsde ügyeibe beleszólást biztosító tulajdonjogot és a

kereskedési jogot biztosító tagságot. Ugyancsak érdekkonfliktushoz vezet a tőzsde non-profit működtetése. A legtisztább megoldást Ausztrália választotta először: a sidney-i tőzsde nyilvános részvénytársaság lett, amelynek a részvényei forognak a sidney-i tőzsdén. Azóta a legfontosabb értéktőzsdék majd mindegyike követte ezt a példát. Egy fontos érv a profitorientált üzemeltetés mellett, hogy ez rákényszeríti a tőzsdét arra, hogy a végső felhasználók a külső megrendelők preferenciáit érvényesítse a technológia és a kereskedés megszervezése terén.

Az európai tőzsdék integrációjának folyamata már 1998-ban elindult. Júliusban a londoni LSE (London Stock Exchange) és a frankfurti DB részvénytőzsdék bejelentették, hogy stratégiai szövetségre lépnek egy közös elektronikus kereskedési rendszer létrehozása érdekében. A közeledés azonban elvi és technikai nézeteltérések és végül az angol fél visszalépése miatt megghiúsult.

A tőzsdék együttműködésére vonatkozó megegyezés az alábbi kulcspontokra épülhetett volna: folyamatos, elektronikus megbízásvezérelt kereskedés, harmonizált ajánlati könyvek, a kereskedés anonimitása, mindenkire érvényes szabványosított feltételek, rejtett vagy "jéghegy"-ajánlatok lehetősége (blokkügyletek érdekében), közös fellépés a piaci manipulációk megelőzésére, egyenlő feltételek minden piaci szereplő részére, függetlenül annak földrajzi elhelyezkedésétől.

Előzetesen az elektronikus hálózatok összekötésében látszottak megegyezni a felek, ami visszalépést jelentett az eredeti tervekhez képest, hiszen azokban egységes platform felállítása szerepelt. Így azonban minden tőzsde megtarthatta volna saját kereskedési rendszerét.

Ez a megoldás egyrészt olcsóbb, másrészt kikerüli azt a vitát, hogy melyik rendszer alapján épüljön fel a közös platform. A kisebb fejlesztési igények lehetővé tették volna azt, hogy már 2000 novemberében elindulhasson a tőzsdék közötti kereskedés. De az nem volt világos például, hogy mivel fogják az eredeti tervekben szereplő költségcsökkentést elérni. A fúzió/kooperáció végül is tehát kútba esett.

Az LSE részvényeire közben a svéd OM-csoport is szállt ringbe, amikor ellenséges vételi ajánlatot tett a papírokra, mintegy 800-830 millió font összértékben.

Időközben, 2000 szeptemberében létrejött Európa második legnagyobb és sorban az első összeurópai tőzsdéje, a Euronext a párizsi, az amszterdami és a brüsszeli értéktőzsde egyesítéséből, amely 60 százalékban a párizsi, 32 százalékban az amszterdami és 8 százalékban a brüsszeli börze tulajdona. A bevezetett részvények összértéke mintegy 2500 milliárd euró, a 10 300 milliárdra becsült összeurópai kapitalizáció negyede. A forgalom 2000-ben 1706,67 milliárd eurót tett ki, szemben a három tőzsde egy évvel korábbi 1073,44 milliárd eurós összforgalmával. Az ügyletek száma 58,3 százalékkal emelkedett. A Euronexten jegyzett társaságok tavaly 89,3 milliárd euró új tőkét vontak be, 23,2 százalékkal többet, mint 1999-ben.

Időközben színre lépett a Nasdaq, aki eredetileg a London-Frankfurt összefonódás végtermékével, a végül is meghiúsult iX-szel kívánt együttműködni. Végül, 2001. március elején a Nasdaq 58 százalékos többségi tulajdont szerzett az Easdaqban, amelynek a Nasdaq Europe lett. A Nasdaq megállapodott a londoni származékos piaccal is arról, hogy a New York-i tőzsdére és a Nasdaqra bevezetett összes részvény határidős kontraktusaival lehet majd kereskedni az amerikai nyitvatartási időn kívül is Európában, amennyiben természetesen ezt az amerikai felügyelet jóváhagyja. A Nasdaq Europe a japán Nasdaq-kal is össze lesz kötve, létrehozva így a világ első globális tőzsdéjét. A cél egy 24 órán át nyitva tartó piac létrehozása. A Nasdaq ezután bejelentette, hogy az Easdaqon kívül három másik tőzsdével is tárgyalásokat folytat (London, Frankfurt, Euronext).

Az elektronikus piaci fúziók közül megemlíthető svájci tőzsde és az angliai központtal rendelkező Tradepoint által létrehozott Virt-x piac.

A regionális szövetségek közül a kelet-közép-európai társaságok jegyzését

szorgalmazó, működését november 3-án kezdő Newexet (New Europe Exchange), valamint a skandináv csoportosulást, a Norexet kell kiemelni.

A Norexet (Nordic Exchanges Alliance) a dán és a svéd tőzsde hozta létre 1998 januárjában a koppenhágai és a stockholmi börzén forgó papírok közös kereskedési és elszámolási rendszeren keresztül történő adásvételére. Itt 1999 közepétől már az OM által kifejlesztett SAX 2000 rendszeren folynak a kötések. Ehhez már csatlakozott Oslo, és jelezte ilyen irányú szándékát a Balti Tőzsdeszövetség, valamint az izlandi börze is. A finn tőzsde eleddig annak ellenére sem társult a csoportosuláshoz, hogy legnagyobb tulajdonosa az OM. (Ennek oka az, hogy a svédek át akarták csábítani a helsinki tőzsde forgalmának 70-80 százalékát adó Nokia-részvények kereskedését Stockholmba.)

A frankfurti és a bécsi tőzsde szövetkezése nyomán létesülő Newexen két kategóriában - a 10-20 millió euró közötti, valamint a 20 milliónál nagyobb kapitalizációjú - tíz jegyzett társaság, illetve az egyéb kategóriákban több mint száz cseh, lengyel, magyar és orosz vállalat részvényeivel szerettek volna kereskedni. Bécsben nagy reményeket fűztek az 1999. végén indult NEWEX-hez (New Europe Exchange). A kezdeményezés azonban teljes kudarcnak bizonyult.

Tanulságos megemlíteni a bécsi tőzsde helyzetét, ami jól példázza a kis tőzsdék önálló jövőjének kilátását. A bécsi tőzsde már évek óta szinte kong, többször megkörnyékezte a Budapesti Értéktőzsdét is partnerségi vagy fúziós elképzeléseivel, de eddig mindig sikertelenül.

1999 novemberétől összekapcsolta kereskedési rendszerét a frankfurti tőzsde, Xetra (Exchange Electronic Trading) rendszerével, ami lehetővé tette, hogy a bécsi tőzsde 80 résztvevője közvetlen kapcsolatba kerüljön Frankfurt mintegy háromszáz kereskedőjével, s az eddig szinte zárt körben forgó részvények nagyobb európai méretekben mutassák magukat. Mindezek ellenére azóta sincs jelentősebb javulás a tőzsde teljesítményében.

2002 tavaszán, hónapokon keresztül komoly tárgyalások folytak az amerikai Nasdaq és a londoni tőzsde (LSE) fúziójáról is. Ha a fúzió létrejött volna, akkor – a forgalom szerint – a világ legnagyobb tőzsdéje jött volna létre, megelőzve a New York-it. A Nasdaq a második az Egyesült Államokban, és főként a technológiai cégek – Microsoft, Intel, Cisco – részvényeinek teremt piacot. Összesen 3900 vállalat szerepel a listáján. Az LSE Európa első számú tőzsdéje, amelyen 2800 vállalkozás méreti meg magát.

Az LSE-nek is mind erőteljesebb versennyel és ellenséges felvásárlási szándékokkal kell szembenéznie. A párizsi, az amszterdami és a brüsszeli tőzsde 2000-ben olvadt össze az Euronextben (azóta Lisszabon is csatlakozott).

A londoni tőzsde éppen az Euronexttel szemben csúszott le a szintén londoni határidős és opciós piac megvételéről. Nem sikerült megállapodnia a Deutsche Börsével, s csak nagy nehézségek közepette tudta kivédeni a stockholmi tőzsde tulajdonosának, az OM-csoportnak a közeledését. S minthogy nem szeretne alávetett szerepbe kerülni, erősítenie kell, erre lenne jó a Nasdaq, amelynek piaci értéke 2,4 milliárd dollár. Az LSE az elemzők szerint 1,9 milliárd dollárt ér.

A német Deutsche Börse AG – két évvel egy megghiúsult egyesülési kísérlet után – 2002 áprilisában ismét átvételi ajánlatot készült tenni a londoni értéktőzsdének (LSE). A fúziós tervek előkészítésén jelenleg a Goldman Sachs befektetési bank dolgozik. Egyelőre egyik elképzelés sem valósult meg.

Az utóbbi idők legkiemelkedőbb eseménye a futures és opciós tőzsdék életében 2002 decemberében következett be, amikor is a LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) részvényesei hozzájárultak piacnak a Euronextnek részére történő értékesítéséhez. A Euronext összes származékos tevékenységét a LIFFE elektronikus kereskedési platformjára (Connect) készül áthelyezni.

Egy másik kiemelten fontos tőzsdei esemény volt 2002 során a Neuer Markt bezárásának híre, mivel annak messzebbre mutató következményei is várhatók az európai tőkepiacra, illetve az európai pénzügyi rendszer általános jellegére is.

A Deutsche Börse 2002 szeptember 26-án bejelentette, hogy 2003 végére bezárja a Neuer Markt-ot, Európa egyik legnagyobb hi-tech papírokat forgalmazó piacát. A döntés jelentős visszalépés azon az úton, amelyen Németország elindult egy részvénytőzsi-alapú befektetési kultúra kialakításáért. A döntés azt a reményt is lelohasztja, hogy Frankfurt váljon Európa meghatározó pénzügyi központjává. A Neuer Markt 1997-ben, indulásakor még a Nasdaq európai megfelelőjének, vetélytársának harangozták be. A szomorú valóság az, hogy a 2000. márciusi csúcs óta a tőzsde értékének 95%-át elvesztette, míg 2000-ben 135 új tőzsdei bevezetés történt, tavaly már csak egy! A Neuer Markt esete híven tükrözi a világ technológiai tőzsdéinek vergődését, illetve azt is, hogy Németországot sem kerülték el a jegyzett vállalatok körüli számviteli, vezetési botrányok.

A Deutsche Börse a bejelentett reformok alapján egy kétszintű jegyzési rendszert vezet be. Az első szinten (Domestic Standard) a kizárólag a német piacon tőkét gyűjtő cégek helye lesz, könnyített információszolgáltatási előírásokkal. A Prime Standard azon cégek platformja, amelyek nemzetközi szinten is megjelennek a tőkepiacra (ez fogja helyettesíteni a Neuer Markt-ot és a SMAX-ot – Stock Market for Small and Medium-sized Companies). Ezeknek a cégeknek szigorúbb jelentési, számviteli előírásoknak kell megfelelni (IAS, US-GAAP). A szigorítások alapmotivációja a megrendült befektetői bizalom visszaszerzése. A német döntést megelőzte a svájci tőzsde lépése, amely hi-tech szekciójában megszüntette az új jegyzések elfogadását. A többi tőzsde egyelőre kívár, de meglehetősen nagy a lépéskényszer. A közeljövőben véglegesítendő európai tőzsdereform (lásd: Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv, Lámfalussy-jelentés) egyik lényeges eleme egyébként, hogy az összeurópai részvénykereskedelmet nem a tőzsdék egységesítésének irányából közelíti meg, hanem a 15 tagállam kereskedési, bevezetési, egyéb szabályainak a harmonizálásával. Sőt a tervek

szerint az értékpapír-kereskedelemben a tőzsdék mellett nagy szerepet kapnának a kereskedelmi bankok is, amelyeknek lehetősége lenne a befektetők bizonyos köre számára részvénykereskedés végzésére.

A Deutsche Börse AG új részvényárfolyam-indexet is elindít januárjában, ez azonban nem érinti a DAX hagyományosan irányadó szerepét: az új index a TecDAX, amely a DAX indexben nem szereplő harminc legnagyobb technológiai cég részvényét fogja össze.

A közepes kapitalizációjú papírok MDAX indexének összetétele hetven alkotóelemről ötvenre szűkül. Az ötven kis tőkeértékű elemet összefogó SDAX összetétele nem változik. Az új indexstruktúrával két új jegyzési alapszabályt is bevezetnek Frankfurtban: a Prime Standardet és a General Standardet. A Prime szerint jegyzett részvények árfolyam-alakulását 18 szektorindex és egy teljeskörű, minden részvényt magában foglaló index öleli majd fel.

A németek mindig is bankbetétekben, vagy ingatlanbefektetésekben tartották megtakarításaikat. A 90-es évektől kezdődően a kormányzat folyamatosan ösztönözni próbálta egy fejlettebb részvénykultúra meghonosítását. Az első jelentős lépés a Deutsche Telekom 1996-os privatizációja volt, amely drámai módon hozzájárult a részvénytulajdonos németek számának növekedéséhez. (1997-ben a lakosság 9 %-a, míg a csúcsot jelentő 2001-ben már a 21 %-a birtokolt részvényeket). Az emberek a privatizációkon túl (további DT, Deutsche Post, T-Online) kedvet kaptak az új tőzsdei cégekbe való befektetéshez is. Jelentős részben éppen a Neuer Markt-on. A bukás társadalmi szinten is jelentős volt tehát. Sokan teljesen felhagytak a részvénybefektetéssel. A Neuer Markt bukásának másik következménye, mint már említettük az, hogy Frankfurtban nem sikerült felzárkóznia London mellé az európai porondon. London előnyben van, mert jobb a piaci infrastruktúrája, jobb a szabályozási-felügyeleti rendszere, és a jobban képzett szakértőtömege elől jár az új innovatív ötletek termékké alakításában. A frankfurti tőzsde minden bizonnyal sikeres lesz a

német vállalatok tőkegyűjtő szerepében, de egyelőre összeurópai szinte nem lehet a londoni tőzsde vetélytársa. A 2000-ben tervezett iX tőzsde (egy összeurópai domináns értéktőzsde, amely a Deutsche Börse és a londoni Tőzsde (LSE) összeolvadásából jött volna létre) terve elhalt. A frankfurti lendület megtört. Ezt tetézte még a már ismertetett rossz időzítés is, vagyis az, hogy a németek akkor kezdték rászoktatni a társadalmukat az értékpapír-befektetésre, amikor az a legnagyobb veszteségeket produkálta. Mivel Anglia sokkal érettebb értékpapír-kultúrával rendelkezett, és a nagy privatizációk már jóval korábban lezajlottak, ott a válság nem okozott akkora kiábrándulást.

5. 4. A fizetési és elszámolási rendszerek⁴⁹

5. 4. 1. Fizetési rendszerek

Az Európai Bizottság 2000. áprilisi jelentése⁵⁰ megállapította, hogy az euróban lebonyolított fizetések volumene „drámaian” megugrott már 1999. első negyedében. Ennek egyik fontos oka az akkoriban végbemenő vállalategyesülési hullám volt. A volument tekintve a vállalkozói fizetések 25%-a euróban történt, és szinte minden új vállalati számlát euróban nyitottak meg. A magánszemélyek általi euró-fizetések volumene is növekedett. Külön kiemelték, hogy az interneten keresztüli vásárlások során hatalmas többségében euróban fizettek az emberek, ami kiválóan szemlélteti az elektronikus kereskedelme és az új valuta közötti szoros kapcsolatot.

⁴⁹ *Fizetési és elszámolási rendszer:* kölcsönös elszámolásra vonatkozó megállapodásokból, elszámolóház(ak)ból, a pénzforgalmi közvetítő tevékenységet ellátó szervezetekből, valamint a végső kiegyenlítő bankból (például jegybank) áll. A pénzforgalom alatt a fizetési műveletek összessége értendő.

⁵⁰ European Commission report on the euro payments, April 2000.

A közös európai fizetési rendszer a TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), az euró valós idejű bruttó elszámolású rendszere⁵¹ 1999. január 4-én kezdte meg működését, napi 11 órában.

Létrehozását az EU-n belüli határon-átnyúló fizetések elősegítése és a közös monetáris politikai célok megvalósításának megkönnyítése tette szükségessé. A TARGET a 15 nemzeti valós idejű bruttó elszámolási rendszerből (RTGS) és az Európai Központi Bank fizetési mechanizmusának összekötéséből áll, egy közös a nemzetközi fizetéseket lehetővé tevő platformon. A teljes nemzetközi fizetéseknek (tehát ahol több nemzeti fizetési rendszer érintett) a volumenét tekintve 40 %-át, a darabszámát tekintve 20 %-át képviselik a TARGET által lebonyolított fizetések.

A TARGET valós idejű rendszer, ami azt jelenti, hogy az átutalás néhány másodperc vagy perc alatt eléri a kedvezményezettet. A TARGET bruttó-elszámolású rendszer, ahol minden fizetést külön kezel a rendszer. A fizetés sikeres lebonyolításáról a küldő ország nemzeti bankja azonnal értesítést kap. A fizetések véglegesítése naponta többször is lehetséges. A TARGET az Európai Unió legtöbb bankja számára közvetlenül elérhető. A TARGET teljesítménye,

⁵¹ *Nettó elszámolási rendszer:* az elszámolás és a kiegyenlítés két lépése időben elválik, a kiegyenlítés az adott nettó rendszerre jellemző szabályoknak megfelelően nettó módon történik. A résztvevő bank másokkal szembeni pozíciója akár bilaterális, akár multilaterális módon is számítható. Nagy értékű tranzakciók elszámolását végző nettó rendszerekkel szemben általában elvárt, hogy megfeleljenek az ún. Lámfalussy-kritériumoknak. Ezek legfontosabb eleme az, hogy a rendszernek még akkor be kell tudnia fejezni a napi elszámolásokat, ha a legnagyobb nettó pozícióval rendelkező résztvevő sem képes teljesíteni. A nettósítás csökkenti a fizetési megbízások lebonyolításához szükséges egyenleget, de a fizetések feltételesek maradnak egészen a kiegyenlítésig, amely a nap egy (vagy több) előre meghatározott időpontjában történik.

Bruttó elszámolási rendszer: az elszámolás és a kiegyenlítés egy időben történik. Ha van elegendő fedezet, akkor a tranzakció a küldés időpontjában véglegessé válik. A bruttó rendszerek egyik típusa a késleltetett kiegyenlítésű rendszer, amelynél tranzakciónként történik a végleges kiegyenlítés, de az üzleti nap egy előre meghatározott időpontjában. Ezek a rendszerek a napvégi bruttó elszámolási rendszerek. A másik altípusba a valós idejű és folyamatos elszámolást biztosító rendszerek tartoznak, ezek az RTGS (Real Time Gross Settlement) rendszerek. A bruttó rendszerek nettóval szembeni hátránya az, hogy a fedezet biztosítása érdekében nagyobb napközi likviditásra van szükség. A nagy értékű fizetési rendszerek a legtöbb országban bruttó elven működnek, de a nettó és a bruttó rendszerek általában egymásra épülve alkotják egy ország elszámolási rendszerét.

vagyis annak igénybe vétele meredeken nőtt. 2000 márciusára a napi fizetési tranzakciók száma 187.000-re nőtt, amiből 39.000 volt határon átnyúló, ami több mint napi 1 billió (határon átnyúló fizetések esetében 440 milliárd) értéket képviselt. Ez az összes euróban bonyolított fizetések 70 %-a volt.⁵²

TARGET egyébiránt nem kizárólag a részesvaluták rendszereinek áll a rendelkezésére. A Központi Bank Kormányzó Tanácsának döntése eredményeként az eurózónán kívüli EU nemzeti bankok és az euróban működő RTGS-ekben résztvevők is csatlakozhatnak a TARGET-hez. Ez újdonság, hiszen korábban egyetlen központi bank sem adott hasonló engedélyt a valutája fennhatóságán kívül eső intézmények elszámolási rendszeréhez történő csatlakozásra. Az eurózónán kívül minden egyes nemzeti banknak összességében biztosítani kell, hogy a TARGET-ben résztvevő, vagy ahhoz csatlakozott többi nemzeti bank együttesével szemben ne maradjanak teljesítetlen kifizetések. Az eurózónán kívüli nemzeti bankok hitelintézeteiknek fedezettel biztosított napon belüli hitelt (likviditást) nyújthatnak euróban egy – a Központi Bankok Európai Rendszerénél tartott – euróban denominált betétről. Az ilyen betétek nagyságát minden egyes nemzeti bank tekintetében külön rögzítették. A nemzeti bankok által a (TARGET-hez is kapcsolódó) hitelintézeteknek nyújtott napon belüli hitel összegére is plafont állapítottak meg. [Soós, 1999. pp. 63-64.]

2001 a TARGET konszolidációjának éve volt, mind üzleti, mind infrastrukturális szempontból.⁵³ A jelentés megállapítja, hogy a TARGET 2001-ben is megfelelően szolgálta alapcélkitűzéseit, amelyek a következők szerint foglalhatók össze:

- az Eurorendszer monetáris-politikai szükségleteinek szolgálata;
- az európai határon-átnyúló fizetések hatékonyságának növelése;

⁵² TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2000, ECB brochure.

⁵³ ECB: TARGET Annual Report, April 2002, 5. o.

- a határon-átnyúló fizetések elszámolására számára megbízható és biztonságos mechanizmus garantálása.

2001-ben már több mint 37.000 bank (beleértve leányvállalatokat és fiókokat is) volt elérhető a TARGET rendszeren keresztül. Tovább folytatódott a rendszer üzleti gyakorlatának egységesítése, amelyhez a TARGET felhasználói számos javaslatot adtak, a folyamatosan működő szakmai egyeztetések során.⁵⁴

2001-ben a TARGET napi átlagban 211.000 tranzakciót hajtott végre, 1.300 milliárd euró értékben (ami az euró-övezet nagyértékű fizetéseinek 75%-a). A TARGET rendelkezésre állási szintje is tovább javult. Megerősítették az üzembiztonsági előírásokat annak érdekében, hogy a már korábban említett CLS Bank felállítása miatti feltételeket biztosítani lehessen.

2001 novemberében az Euro Access Frankfurt összeolvadt a német TARGET komponenssel, az RTGS plus-szal, ami egy jelentős előrelépés volt az euró-övezet nagyértékű fizetéseit lebonyolító infrastruktúra egységesítése felé.

Szintén 2001 novemberében, az IMF kibocsátotta jelentését a TARGET-ről, amelyben úgy értékelte, hogy az megfelel a Rendszer Szempontjából Fontos Fizetési Rendszerek Alapelvei (Core Principles for Systemically Important Payment Systems – Core Principles) c. rendelkezés előírásainak.

A TARGET tehát sikeresen integrálta a nemzeti fizetési rendszereket, és meglehetősen rövid idő alatt a világ egyik legnagyobb fizetési rendszerévé vált.

⁵⁴ **Bankközi fizetési műveletek mozzanatai:** az üzletkötés feltételeinek egyeztetése után történik a résztvevő felek kötelezettségeinek kiszámítása (az elszámolás vagy másképpen *klíring*). A következő lépés a kötelezettségek teljesítése (a *kiegyenlítés* – „settlement”), amely a pénzeszközök végleges átutalásán (fizetés), illetve értékpapírügyletek esetén az értékpapír transzferjén (leszállításon vagy értékpapírszámlán történő számlakönyvelésen) keresztül történik.

5. 12. Táblázat. TARGET fizetések

		2000. év milliárd euró érték	2001. év milliárd euró érték	Változ ás	2000. év fizetések száma	2001. év fizetések száma	Változ ás
ÖSSZES	Összesen	263,291	330.031	25%	47.980.023	53.665.552	12%
	Napi átlag	1.033	1.299	26%	188.157	211.282	12%
Belföldi	Összesen	153.253	201.428	31%	37.811.112	42.166.173	12%
	Napi átlag	601	793	32%	148.279	166.009	12%
Határon átnyúló	Összesen	110.038	128.602	17%	10.168.911	11.499.379	13%
	Napi átlag	432	506	17%	39.878	45.273	14%
Bankközi	Összesen	106.167	124.084	17%	6.664.078	6.992.979	5%
	Napi átlag	416	489	17%	26.134	27.531	5%
Ügyfél	Összesen	3.809	4.519	19%	3.504.833	4.506.400	29%
	Napi átlag	15	18	20%	13.744	17.742	29%

Forrás: ECB, megjegyzés: 2000-ben: 255 kereskedési nap; 2001-ben 254 kereskedési nap volt

A bankok euró-zónán belüli határon átnyúló átutalásai azonban még mindig nem tükrözik egy egységes pénzügyi piac viszonyait. A határokon átnyúló fizetési forgalom hatékonysága a belföldivel összehasonlítva rendkívül alacsony, mint azt az Európai Központi Bank 2001. februári havi jelentése⁵⁵ megállapítja.

Egy modern gazdaságban a monetáris rendszer alapja a különböző pénzeszközök (bankjegyek és számlakövetelések) használata közötti indifferencia. A nagyon kicsi összegek kivételével az ügyfél döntése nem a költségen alapszik, mert a hazai átutalási költségek általában olyan alacsonyak, hogy elhanyagolhatóak. Az euró bankjegyeinek és érméinek bevezetése után az európai polgár érthetően elvárja, hogy az indifferencia elve uralkodjon az eurózónában. Ez azt jelenti, hogy a hazai és határokon átnyúló fizetések árának egy szinten kell lenniük. Ez messze nem így van ma! 2001 októberében azonban az Európai Bankszövetség tett egy jelentős lépést a határokon átnyúló hitelátutalási költségek maximális szintjének meghatározása irányába, célul tűzve ki, hogy 2005. végére leszorítsanak a költségeket a hazai átutalási költségek szintjére. Ez egy nagyon pozitív lépésnek

számít, mert ez volt az első alkalom, hogy a bankszektor hivatalosan kimutatta, hogy tartja magát az indifferencia elvéhez.

Az Eurosystem – mint katalizátor - szintén segített a bankoknak néhány olyan akadály elhárításában, amelyeket a határokon átnyúló kiskereskedelmi hitelátutalások magas költségei okoztak. Standardokat alakítottak ki az ilyen átutalások végrehajtásának teljesen automatikussá tételéhez. a fizetési mérleg statisztikákhoz kapcsolódó jelentési követelményeit eltörölték a 12.500 euró alatti tételekre, és javaslatot terjesztettek elő arról, hogy a küldő oldal és a vevő oldal megossza az ügyfél által fizetett díjakat. A fenti rendelet-tervezet vitája során, 2001 szeptember 22-én az ECOFIN felkérte az Európai Központi Bankot, hogy készítsen jelentést a hitelátutalásokra vonatkozó modern fizetési rendszerek infrastruktúrájának kialakítására vonatkozó tervekről és menetrendről, amely azt hivatott elérni, hogy a transzferek költségei csökkenjenek. A jelentés elkészítésébe bevonták a nemzeti központi bankok és a magánszektor képviselőivel szakértőit is.

Az egyik tervezett modellben minden tranzakció (a nemzeti és határokon átnyúló fizetések is) egyetlen automatikus klíringházba jutna, amely helyettesítené a meglévő nemzeti struktúrákat. A bankok közös standardok alapján tudnának hozzáférni a központi klíringházhoz, földrajzi elhelyezkedésüktől függetlenül. A definíció szerint ez a modell teljesen eltörli a hazai és határokon átnyúló tranzakciók költségei közötti különbséget. Bizonyos értelemben ez lehet a kiskereskedelmi fizetési rendszerek konszolidációjának végső megoldása. A nagyon nagy forgalom garantálná, hogy a bankközi költségek alacsonyak legyenek (valószínűleg kevesebb, mint 0,01 euró). A jelen viszonyok között, ahol a bankközi folyamatok és a fizetési eszközök használata ennyire különbözőek országról országra, ez a modell elméleti marad, mert a gyors bevezetése rendkívül magas költségeket vonna magával, ugyanis számtalan közös standardot kellene bevezetni a bankok belső rendszereiben. Reálisan nézve a bevezetéshez kellő idő

⁵⁵ ECB Monthly Report, February 2001, Frankfurt

nagyon hosszú lenne (több év), és nem biztos, hogy a rendszer versenyszempontjából megfelelőnek bizonyulna.

Egyelőre tehát marad az a szituáció, hogy az euró-zóna két tagországa közötti átutalás összköltsége és teljesítési ideje a belföldi tranzakció költségének és átfutási idejének a többszöröse. Ezeket a különbségeket kellene az Európai Unió szándékai szerint szüntetni, csakúgy, mint a "kettős megterhelést", vagyis az ideális rendszerben a tranzakciós díjakat teljes egészében a feladónak kellene majd teljesítenie. A fenti anomáliák miatt egyébiránt az Európai Bizottság már többször figyelmeztetésben részesített számtalan EU bankot, amelyek legtöbbje Belgiumban, Finnországban, Írországban és Portugáliában székel.

A következő ábra a legfontosabb európai fizetési rendszereket hasonlítja össze.

5. 13. Táblázat

A legjelentősebb nagyértékű fizetéseket lebonyolító rendszerek az eurózónában 1999-ben. (Napi átlagok értéke milliárd euróban / fizetések száma (ezer))

Rendszer		1. negyedév	2. negyedév	3. negyedév	4. negyedév
TARGET	Összesen	964/155	906/158	884/163	947/176
	Belföld	615/130	554/130	530/133	562/144
	Határon át.	349/25	351/28	354/30	386/32
Euro1 ⁵⁶		175/52	166/65	168/72	175/83
EA ⁵⁷		172/48	147/45	141/46	143/48
PNS ⁵⁸		92/22	94/20	89/19	97/19

Forrás: ECB, 2000

5. 4. 2. Értékpapír-elszámolási rendszerek

Miért fontos kérdés az elszámolási rendszerek megfelelő működése az európai pénzügyi rendszer számára? Röviden azért, mert az elszámolási rendszer és a pénzügyi piacok hatékony működése között pozitív kapcsolat létezik. Minél

⁵⁶ Az Európai Bankszövetség (European Banking Association) üzemelteti.

⁵⁷ Euro Access Frankfurt

fejlettebb a fizetési rendszer, annál likvidebbek a pénzügyi eszközök, és annál jobban integrálódnak a pénzügyi piacok. Csökken a tranzakciós költség és a kockázat.

Az elszámolási rendszerek sosem magukban álló intézmények, hiszen azok, illetve az elszámolást végző intézmények, szerves kapcsolatban állnak az pénzügyi intézményrendszer többi szereplőjével, így a nemzeti bankokkal is. Egyrészt a jegybank számos országban részvénytulajdonos az értékpapír-elszámolást végző intézményekben, másrészt: a jegybank maga is részt vehet olyan tranzakciókban, amelyek mögött fedezetül állampapírok vagy kereskedelmi papírok állnak. Az értékpapírok pénzügyi elszámolása pedig gyakran a jegybankoknál vezetett számlákon történik.

Az európai tőkepiacokon az értékpapír-elszámolás értékpapír-elszámolórendszereken (házakon) keresztül történik, a teljesítés fizetés ellenében elv alapján (DVP- Delivery Versus Payment). A Monetáris Unió bevezetése előtt az európai elszámolási rendszerek, autonóm nemzeti elszámoló-rendszerekre (CSD, National Central Securities Depositories) és két nemzetközi elszámoló-rendszerre (International Central Securities Depositories) voltak töredezve. A két típus közötti különbség mára tulajdonképpen elmosódott és jelenleg egyfajta átmeneti időszakot élünk, ahol az elszámolóházak keresik helyüket a közös európai piacon. Úgy lehetne sommáznai a helyzetet, hogy a piac maga egységes lett egy egységes infrastruktúra nélkül.⁵⁹

Az értékpapír-kereskedelmi tranzakciók klíringje és elszámolása leegyszerűsítve a következő lépéseket tartalmazza: az értékpapírügylet feltételeinek megerősítése, az ügyletben résztvevő felek kötelezettségének megalapozása a feltételek elszámolása alapján, az értékpapírok leszállítása az eladó részéről a vevő részére, a fizetés végrehajtása a vevő részéről az eladó számára. A kereskedés elszámolása

⁵⁸ Paris Net Settlement

⁵⁹ Payment systems in the European Union February 2000, ECB

akkor történik meg, amikor mind az értékpapír, mind a pénztranszfer véglegesen megtörtént. És amikor az elszámolás megtörtént akkor beszélhetünk arról, hogy az értékpapír-kereskedési ügylet befejeződött.

A legfőbb problémák az európai értékpapír elszámolás területén a következők:

- nincs lehetőség határon-átnyúló DVP alapú elszámolásra
- nincs standardizált jogi dokumentáció a repo műveletekre
- nincs egységes gyakorlat az elszámolási folyamatokra
- nincs harmonizálva a központi bankok, illetve bankok közötti kollateralizációs folyamatok
- heterogének az adózási és számviteli eljárások
- nincs egységes klíringház.

Az euró megjelenése, valamint az Európai Unió tőzsdéi között beindult együttműködés kikényszeríti a tőkepiaci elszámolás és a letéti szolgáltatás egységesítését is, amit a két egymással versengő piaci szereplő a brüsszeli Euroclear, és a luxemburgi Cedel és a frankfurti Deutsche Börse Clearing szövetségével létrejövő Cedel International különféleképpen képzel el.

Két koncepció látszott kikristályosodni. Az Európai Unió közös valutájának bevezetése után elkészültek az első komoly tervek arra, hogy az egységesülő kötvény- és a részvénytőzsdék kiszolgálására az értékpapír-piaci ügyletek elszámolása, klíringje, illetve a letéti szolgáltatások terén is szűnjenek meg az unión belüli határok. Az egyik a központhoz csatlakozó nemzeti klíring- és elszámolóházak rendszere a másik a tőke- és pénzpiaci ügyletek elszámolását végző cégek szövetsége, vagy fúziója, amelynek révén egységes hálózat jön létre.

Az egyik ország befektetői által egy másik ország tőzsdéjén vásárolt részvények vagy kötvények megvételét eredményező ügyletek elszámolásának egyszerűsítése már több éve, az EU szorosabb pénzügyi integrációjának kezdete óta

foglalkoztatja az EU pénzügyi szakembereit, a konkrét elképzelésekre azonban az euró megszületéséig várni kellett.

Az egységesítési törekvés nagyon is érthető, hiszen az értékpapír-vásárlások rögzítése és elszámolása, valamint a részvények és a kötvények letéti őrzése évi 800 millió dollárt emészt föl.⁶⁰ Ez a költség a hagyományosan a saját nemzeti piacuk ügyeit intéző mintegy 30 európai klíring- és elszámolóház közti szoros együttműködéssel, illetve egységes rendszer kialakításával jelentős mértékben csökkenthető lenne. Ráadásul ennek megteremtésével az Európai pénzügyi piac komolyabb versenyt jelenthet az USA tőke- és pénzpiaca számára - amely jelenleg a legnagyobb a világon -, és ahol az ország pénzügyi egységének köszönhetően csupán három klíring- és elszámolóház működik.

Az első elképzelést az euró bevezetése után néhány hónappal ismertette a brüsszeli székhelyű Euroclear, amely a nemzetközi értékpapírügyletek legnagyobb klíring- és elszámolóháza a világon. Az évi 17 millió tranzakciót kezelő - a hatvanas években az eurókötvény-piac kiszolgálására létrehozott - cég azt ajánlotta, hogy az EU egyes nemzeti klíring- és elszámolóházai, illetve letéti szolgáltatást nyújtó vállalkozásai egy közös központhoz csatlakozzanak. Az intézmények egy olyan rendszert hoznának létre - központjában az Euroclearrel -, amely a "kerékagyhoz" kapcsolódó "küllők" révén egységes elszámolást tenne lehetővé. Az elképzelés szerint ez a szervezet megszüntetné a szolgáltatás határok általi szétदारaboltságát, aminek az euró bevezetését követően az egyes nemzeti cégek szövetségkereséssel igyekeztek maguk is véget venni. Ezek az Euroclear elképzelései alapján megszűnnének, s az önállóságukat mindazonáltal megőrző klíring- és elszámolóházaknak nem lenne egymással kapcsolata.

Az amerikai J. P. Morgan bankház ellenőrzése alatt álló Euroclear abban reménykedett, hogy legnagyobb riválisa, a luxemburgi székhelyű Cedel is

⁶⁰ Joint work of the European System of Central Banks and the Committee of European Securities Regulators in the field of clearing and settlement. Published by ECB, 1 August, 2002.

csatlakozik hozzá. A Cedel azonban már akkor jelezte, hogy vetélytársa tervét nem tartja jónak, mert az nem oldja meg az egyes klíring- és elszámolóházak szétdaraboltságát. Ezek után az évi 10 millió tranzakciós Cedel és a frankfurti tőzsde elszámolását végző - a Deutsche Börse AG ellenőrzése alatt álló - Deutsche Börse Clearing (DBC) bejelentette összeolvadási szándékát. A Cedel részvényeseit először megosztotta az igazgatótanács terve, mely szerint a frankfurti Deutsche Börse klíringháza 50 százalékos tulajdonrészt szerezne a két elszámolóház egyesülésével létrejövő európai elszámolóházban.⁶¹ A fúziós tervet bíráló 15 nemzetközi bank többek között azt kifogásolja, hogy a Cedel vezetése a részvényesek ellenőrzése nélkül szeretné a német féllel kidolgozni az egyesülés feltételeit és részleteit. A tiltakozó bankok csupán 30 százalékos tulajdonrésszel bírnak a Cedelben, de ők adják az elszámolóház forgalmának 60 százalékát. Az egységesen fellépő 15 részvényes azt is kifogásolja, hogy az egyesülő két klíringház a következő két-három évben 600 millió dollárt kíván költeni saját valós idejű elszámolási rendszerének kifejlesztésére, miközben Franciaországban és Svájcban már használják ezt a technológiát. Végül is a közös cég neve Cedel International lett, amely a luxemburgi partner Creation nevű elszámoló technológiáját használja majd, s ennek 200 millió dolláros kifejlesztési költségét elismerve a DBC nyilvánosságra nem hozott összeget fizet azért, hogy az új vállalkozásban neki is 50 százalékos legyen a részesedése. A luxemburgi székhellyel megalakult Cedel International vezetői a Cedel mostani első emberei lettek. A Cedel modelljének előnye a közös információtechnológiai rendszer, amelyhez a partnerek mind csatlakoznak. Az Európa legnagyobb napi forgalmát lebonyolító frankfurti értékpapírpiacon meggyerése mellett a Cedel az Euroclearrel szemben további előnyként könyvelheti el, hogy szándéknyilatkozatot írt alá a Cedel Internationalhoz való csatlakozásról a párizsi határidős és azonnali tőzsdét üzemeltető SBF Group, valamint az ellenőrzése alatt álló, a börze ügyleteinek elszámolását és az értékpapírok letéti kezelését végző Sicovam.

⁶¹ Reuters

A franciák társulásával várhatóan a lebonyolított forgalomnak megfelelően átrendezik a Cedel International tulajdoni viszonyait, amelyek mindig változnak majd, ha - a luxemburgi cég reményei szerint - újabb európai tőzsdék csatlakoznak az együttműködéshez. A túlnyomórészt belföldi kötések bonyolító Frankfurt bekapcsolásával mindenesetre a Cedel International már évi 75 millió, Párizssal együtt pedig csaknem 100 millió tranzakcióra növelheti az általa elszámolt ügyletek mennyiségét.

Időközben egyesült a brüsszeli központú EUROCLEAR és angol megfelelője a CRESTO. Az új cég DVP szolgáltatást nyújt 120 millió tranzakcióval, és mintegy egy milliárdos forgalommal.

Az egységes európai értékpapír-elszámolási infrastruktúra azonban még várhatóan sokáig nem jön létre, részben az elszámolóházak rivalizálása miatt, részben az miatt, hogy maga az európai tőkepiac, illetve az európai tőzsdék rendszere sem egységes.

Vessünk most egy gyors pillantást a származékos piacok elszámolóházaira, és meglátjuk, hogy mennyire nem egységes az európai pénzügyi intézményrendszer. Történelmileg Európában minden származékos tőzsde egy társult klíringházon keresztül klíringelt és végezte az elszámolást. A probléma az, hogy az Európai Unió tagállamaiban a klíringházaknak eltérő jellegűek: különböző jogi formáik és tulajdonosi szerkezetük van. Vegyük például a Clearnet-et, amely egy hitelintézet, a francia törvények szabályozási ernyője alatt, amely tulajdonképpen a Euronext Paris leányvállalata. Az Eurex Clearing ezzel szemben az Eurex Exchange 100%-os tulajdonában lévő leányvállalata. A London Clearing House (LCH), viszont egy korlátolt felelősségű magántársaság, amely a tagok tulajdonában van és nonprofit alapon működik. A származékos tőzsdék klíringje mindeközben az Európai Unióban bizonyos fokú konszolidáción ment keresztül. A Clearnet, az Eurex Clearing, és az LCH több különböző termék klíringjét végzi, ideértve a tőzsdén forgalmazott határidős és opciós ügyleteket, pénzügyi adósságpapírokat,

és a tőzsdén kívüli derivatív termékeket is. A Clearnet és az Eurex Clearing pedig tőzsdéik fúziói és átszervezései révén több különböző jogrend fennhatósága alatt működnek.

Európában a legtöbb ország létrehozott központi *counterparty*⁶² jellegű klíringházakat, amelyek bizonyos helyi szervezett piacokhoz kapcsolódnak (tőzsdékhez vagy származékos tőzsdékhez). Ennek eredményeképp a központi „counterparty” klíring házak Európában hagyományosan egy országra korlátozták szolgáltatásaikat. Ugyanakkor, az egy országban egy piacot kiszolgáló egyetlen központi counterparty klíring ház szerepe változóban van. Mindeközben az EU-s klíringházak bővítik a termékek skáláját, amelyek elszámolását végre tudják hajtani. Számos példa van a strukturális jellegű konszolidációra Európában. A származékos klíringházak horizontális konszolidációjának példái a következők:

- A London Clearing House, amely minden határidős ügylet klíringjét végzi az Egyesült Királyságban (nemzeti piaci alapú, horizontális konszolidáció);

- A Clearnet SA, amely most a főbb származékos tőzsdepiac klíringjét végzi Franciaországban, Belgiumban és Hollandiában (határokon átnyúló horizontális konszolidáció);

A vertikális integráció (kereskedelmi, klíring és fizetési egységek létrehozása) példái a következők:

- A Deutsche Börse, Eurex Deutschland, Eurex Switzerland, Eurex Clearing és Clearstream összevonása egy nemzetközi központi értéktárrá, ugyanabban a vállalati struktúrába; és

⁶² Counterparty: a tranzakció során a tranzakció tulajdonosán álló szereplő.

- A párizsi, brüsszeli és amszterdami tőzsdék folytatódó konszolidációja, a Clearnet SA (a klíring házuk), Sicovam, Necigef és CIK konszolidációját vonja maga után.

- Az Eurex Clearing, amely most a Eurex Deutschland derivatíváit klíringeli bizonyos derivatív szerződésekkel együtt, melyeket a Helsinkii Tőzsde is jegyez. (határokon átnyúló konszolidáció példája)

A következő oldal táblázata a fontosabb európai származékos klíringházakat mutatja be.

5. 14. Táblázat.
Derivatív klíringházak Európában és a klíringelt tőzsdék

Klíringházak	Klíringelt tőzsdék
Athens Derivatives Clearing House	Athens Derivatives Exchange (ADEX)
Bolsa de Derivados do Porto	Bolsa de Derivados do Porto
Clearnet SA	Euronext Paris SA Euronext Brussels Euronext Amsterdam (Euroclear international central securities depository)
Cassa di compensazione e garanzia	MIF-MTO (Italian government bond derivatives market) IDEM (Italian stock derivatives market).
Eurex Clearing AG	Eurex Deutschland Eurex Zurich Helsinki Exchange (specified contracts)
FUTOP	Copenhagen Stoch Exchange (CSE) (equities and derivatives)
HEX Helsinki Exchanges	HEX Helsinki Exchanges (equities and derivatives)
London Clearing House	London Stock Exchange Virt-x LIFFE London Metal Exchange International Petroleum Exchange Intercontinental Exchange (certain contracts) RepoClear (OTC repurchase agreements) SwapClear (OTC swap agreements) MEFF RF and MEFF RV
MEFF RF and MEFF RV	
OM Stockholmsbörsen AB	OM Stockholmsbörsen and Oslo Bors (equities and derivatives) Fixed income derivatives traded OTC, but reported to the PMX exchange (a subsidiary of OM)
Wiener Börse AG	Other OTC derivatives Wiener Börse AG

Forrás: The evolution of clearing and central counterparty services for exchangetraded derivatives in the united states and europe: a comparison by Daniela Russo, Terry L. Hart and Andreas Schönenberger, September 2002

Számos, csak Európára érvényes tényező az alapja a strukturális konszolidációnak. Az eurózónában felgyorsult a konszolidációs folyamat a pénzügyi infrastruktúrában. Az árfolyamkockázatok megszűnése, az egységes valuta bevezetése a határokon átnyúló kereskedelem ugrásszerű növekedéséhez

vezetett, és hozzájárult a pénzügyi szolgáltatások belső piacának kiteljesedéséhez az Európai Unióban. Ezek a fejlemények segítették elő az EU pénzügyi infrastruktúrájának átszervezését, és lehetővé tették a pénzügyi infrastruktúra racionális megszervezését, a jelenlegi kereskedelmi, elszámolási és fizetési rendszerek kialakulását. De – mint azt bemutattuk - az integrációs folyamat még egyáltalán nem mondható befejezettnek.

Láttuk tehát, hogy míg a bankközi fizetési rendszerek a TARGET és a pénzpiacok nagyfokú integrációja révén nagy mértékben egységes az Európai Unión belül, addig a részvénytőzsi elszámolási és klíring rendszerek – noha elindultak az egységesedés útján - még közel sem értek el ilyen fokú összehangoltságot. Az Európai Központi Bank szervezésében 2002 augusztusában befejezett felmérés alapján⁶³ a tőkepiaci szereplők és döntéshozók egyöntetű véleménye, hogy az elszámolási rendszerek további harmonizációja alapvető jelentőségű feladata az elkövetkező időszaknak. A feladat végrehajtására indított több egymással párhuzamosan futó kezdeményezést (Európai Bizottság, Giovanni Csoport, G30, Nemzetközi Értékpapír Szolgáltatások Szövetsége - International Securities Services Association) azonban egységesíteni kellene különben az erők szétforgácsolódnak. Ezért lenne szükséges egy egységes sztenderd-készlet kialakítása, amelynek egységes érvényesítését az európai pénzügyi felügyeleteknek folyamatos ellenőrizni kellene.

A problémák orvoslására az Európai Bizottság 2001 áprilisában egy összeurópai konzultációs bizottságot állított fel a határon-átnyúló pénzügyi elszámolási és klíring kérdésének megoldására. A konzultatív Giovannini Bizottság (lásd az előző fejezetekben) jelentését szintén fel kívánják használni a befektetési szolgáltatásokról szóló alapdirektíva jelenleg zajló felülvizsgálatában, amely a Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv és a Lámfalussy-jelentés egyik prioritási területe. A Giovannini Bizottság 2001 novemberében nyilvánosságra hozott

⁶³ (Joint work of the European System of Central Banks and the Committee of European Securities Regulators in the field of clearing and settlement, August, 2002)

jelentésében⁶⁴ EU-szintű szabályozás bevezetését szorgalmazza az európai értékpapír-elszámolási rendszer működésének javítása érdekében. A jelentés hatására, illetve azt felhasználva, az Európai Bizottság közleményt adott ki a témában. A közlemény⁶⁵ két területre összpontosít: az egyéni határon-átnyúló tranzakciók véglegesítése útjában álló akadályok megszüntetésére és azon versenytorzító tényezők megszüntetésére, amik ahhoz vezetnek, hogy a piaci folyamatok egy hatékonyabb határon-átnyúló klíring és elszámolási intézményrendszert hozzanak létre. Ahogy a közlemény is megállapítja a piaci széttöredezettség és más anomáliák miatt a határon-átnyúló tranzakciók klíringje és elszámolása sokkal drágább Európában, mint az Egyesült Államokban. A jelentés a rendszer integrációjának erősítését javasolja, de nem ajánl konkrét infrastrukturális formára vonatkozó megoldást, inkább azt veszi számba, mit kell tenni ahhoz, hogy a piac maga ki tudja építeni az egységes infrastruktúrát. A Giovannini jelentés 15 akadályt sorol fel, ezeket három fő csoportba osztja:

- technikai akadályok / piaci gyakorlat
- adóigazgatás
- jogbiztonság.

A bizottsági közlemény a fenti problémák megoldására, illetve arra tesz javaslatokat, hogy a kik végezzék el a szükséges feladatokat. Abból indul ki, hogy a jelenlegi rendszer nem átfogó és nem koherens, a piaci környezet ráadásul állandóan változik – állapítja meg az Európai Bizottság. A fenti okokból kifolyólag szükségessé vált az eljárások európai-szintű definiálása. A határon-átnyúló értékpapír-tranzakciók más jellegű kockázatokat vonnak maguk után, mint a tisztán belpiaciak, ezért az európai pénzügyi rendszer stabilitása megkívánja, hogy ezeket a kockázatokat megfelelően kezeljék, közös szttenderdek kidolgozásával. De a szttenderdek létrehozása nem elégséges, néhány alapvető aspektusát a klíring és elszámolási tevékenységnek európai-szintű törvényekben kellene szabályozni.

⁶⁴ European Commission IP/01/1654, November 2001.

⁶⁵ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union, main policy issues and future challenges, Brussels, 28. 05. 2002 COM(2002) 257

6. ÖSSZEGZÉS

A dolgozat az európai pénzügyi szektorra napjainkban ható alapvető jelenségeket elemezte és próbálta meg azok hatását azonosítani.

Véleményem szerint a téma szempontjából legfontosabb tényezők a globalizáció és az általa előidézett piaci koncentráció, a fokozódó verseny, az információtechnológia robbanásszerű fejlődése és a Gazdasági és Monetáris Unió harmadik szakaszának bevezetése. Célom volt továbbá az is, hogy a Monetáris Unió hatásait megkíséreljem a többi tényező hatásától elkülönítve bemutatni.

A dolgozat fontosabb megállapításait szeretném összegezni a következő oldalakon.

Az információtechnológia fejlődése kettős hatással van a pénzügyi szolgáltatókra. Először is csökkennek az információ kezelésével kapcsolatos költségek, másrészt (és ez a szempont sokkal fontosabb) kiszélesítették az ügyfeleknek a pénzügyi-szolgáltatási termékekhez való hozzájutásának lehetőségeit az új, automatizált csatornákon keresztül (távolsági pénzügyi szolgáltatás). Amíg viszont az információkezelésben bekövetkező javulás már hosszú történelemre tekint vissza, a távolsági pénzügyi szolgáltatások elterjedése egy sokkal újabb jelenség.

A fejlettebb IT használata tehát az egy tranzakcióra jutó költségeket jelentős mértékben csökkenti. Az automatizált szolgáltatások nagyon könnyen kiegészítő tevékenységből az intézmény alaptevékenységévé válhatnak és amennyiben sikertelennek bizonyul ennek az üzletágnak a bevezetése, az komoly negatív következményekkel járhat az intézmény piaci pozíciójára nézve.

A pénzügyi szolgáltatások összes szektorára elmondható, hogy az IT fokozott használata, hatalmas beruházási terhekkel, a fiókhálózatok fokozatos leépítésével,

a pénzügyi intézmények és az IT vállalatok közötti szövetségek, fúziók létrejöttével, a verseny növekedésével és a piaci koncentráció fokozódásával járt együtt.

Egyfajta visszacsatolás történt tehát a másik két aspektus, a verseny fokozódása és a globalizáció irányába az információtechnológia fokozott használatának oldaláról.

Az információtechnológia fejlődésének fontosabb hatásai közül még kiemelendő a pénzügyi piacok integrálásában, illetve a pénzügyi termékek globális sztenderdizálásában játszott szerepe. Továbbá az, hogy a szolgáltatásnyújtás egységnyi költségeit töredékére csökkentve lehetővé tette a piacra lépést, illetve a tevékenység-diverzifikációt a kisebb, tőkeszegényebb pénzügyi intézmények számára is a lokális piacokon. Segítségével megjelentek a piacon nem-pénzügyi intézmények is, mint pl. az áruházláncok.

A globalizáció és a piaci koncentráció természetesen minden régióra és a legtöbb szektorra kiterjedő jelenségek. A Monetáris Unió létrejötte nélkül is valószínűleg jelentős fúziós tevékenységnek lettünk volna a tanúi az európai piacon. Ezek a jelenségek azonban részben - és történeti távlatokból tekintve - okai a Monetáris Uniónak, mint Európa versenyválaszának, másrészt az EMU (csakúgy mint a technológiai fejlődés) jelentősen fel is erősítette ezeket a tendenciákat.

A piacokon sosem látott mértékű összeolvadási és felvásárlási (M&A – mergers and acquisitions) hullám söpört végig az elmúlt néhány évben. Az M&A-ket négy kategóriába oszthatjuk: a nemzeti intraszektorális (főleg banki), a nemzeti interszektorális, a nemzetközi (határon átnyúló) intraszektorális, és a nemzetközi interszektorális M&A-t. Ez utóbbi vezet a nagy nemzetközi pénzügyi konglomerátumok kialakulásához.

A nemzetközi M&A-k tekintetében még különbséget lehet tenni az Európán (vagy euró-övezeten) belüli és az azon kívüli M&A-k között. Az 1995 és 2000 közötti időszakban végig jelentős volt az M&A tevékenység, de 1998-óta, tehát az euró bevezetésének előestéje óta gyorsult fel igazán. Szám szerint a legtöbb M&A bankok között és nemzeti határokon belül zajlott le, 80 %-ban négy tagállamra (Németország, Ausztria, Franciaország, Olaszország) koncentrálódva. Az M&A-k átlagos mérete folyamatosan nőtt, ami jól szemlélteti a piaci koncentrációt.⁶⁶

Érdekes jelenség ugyanakkor, hogy a nemzetközi intraszektorális M&A nagyobb része az európai térségen kívül zajlott le. Ennek részben az volt az oka, hogy a bankok miután hazai pozícióikat megerősítették, gyakran feltörekvő piacokon, illetve az adott ország volt gyarmatain néztek piaci pozíciók, illetve gyakran nagy profitokkal kecsegtető üzleti lehetőségek után. A másik ok az lehet, hogy bizonyos tevékenységek (mint például az egyre fontosabbá váló, alapkezelés) globális szinten relevánsabb tevékenység, mint pusztán európai szinten. Az európai térségen belüli M&A-k jellemzően egyelőre regionális „hatalmi” pozíciók kiépítésére irányultak (Fortis, Dexia, MeritaNordbanken). Úgy tűnik az európai pénzügyi szolgáltatók először regionális szintű vezető pozíciókat építenek ki, és ezután szállnak ringbe az összeurópai piacokon.

Jellemző az is, hogy a kisebb tagállamok pénzügyi piacai hamarabb és gyorsabb ütemben kezdték el a koncentrációt és konszolidációt.

A konglomerátumok létrehozásának kezdeményezésében a bankok voltak a legaktívabbak, akik főképp a befektetési banki és az alapkezelési üzletágba, ritkábban a biztosítási szektorba „vásároltak be”, de volt példa leányvállalatok alapításra is.

⁶⁶ Mergers and acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications, ECB, December 2000.

A kialakuló konglomerátumok eleinte bonyolult irányítási, működési struktúrával rendelkeznek, de ezeket mindig nagyon rövid idő alatt áramvonalasítják. A konglomerátumok kialakulás különösen az utóbbi három évben gyorsult fel, a legtöbb tagállam már számos banki és biztosítási tevékenységet is nyújtó intézménnyel rendelkezik.

Az M&A-k mögötti motivációk megítélésakor különbséget kell tenni annak típusa, a benne részes intézmények nagysága, és a cél-régió alapján. A kisbankok fúzióját a túlélés vágya és a fölös kapacitásoktól való szabadulás motiválja. A nagybanki fúziókat már inkább a piaci pozicionálás motiválja. A konglomerátumok létrehozását a kockázatmegosztás és a bevételek volatilitásának elsimítása motiválhatja.

A bankok (amelyek jellemzően rövid lejáratú forrásokkal és hosszabb lejáratú eszközökkel rendelkeznek) és biztosítók egyesülésének motivációi között szerepel a két tevékenység eltérő eszköz-forrás lejárati sajátosságainak összehangolásából eredő hasznok kiaknázása és technológiai, valamint piaci disztribúciós pozíciók megszerzése is. Természetesen a legfőbb indok a háttérben végbemenő versenyfokozódás és globalizáció.

Az euró bevezetése óta az adósságot megtestesítő eszközöket a nem pénzügyi vállalatok gyakran arra használták, hogy finanszírozzák az M&A-t és befektetéseiket.

Az európai bankszektor fúziós kilátásit tekintve világosan látható, hogy a belföldi fúziók folytatódni fognak egyes országokban, lassan mindenhol egy oligopol szituációt teremtve, ami a következő fázis, a határon-átnyúló egyesülések berobbanását előlegezi meg. Egy további várható piaci stratégiai elem a csatlakozó országok még el nem kelt pénzügyi intézményeinek a stratégiai felvásárlása.

Európában a nemzetközi kihívások kiegészülnek a Monetáris Unió beindulásából és a közös pénzügyi tér kialakulásából eredő kihívásoknak való megfelelés szempontjaival.

A pénzügyi termékek és szolgáltatások piacának integrációját, csakúgy, mint a többi termék piacáét, azon lehetne lemérni, hogy az azonos termékek ára megegyezik-e az eurórégió különböző részein. A valóságban, azonban nem ilyen egyszerű a helyzet a pénzügyi szolgáltatások esetében, hiszen ebben a szektorban meglehetősen sokszínűek és összetettek a termékek. A piaci integráltság vizsgálata során segíthetnek azonban az olyan tényezők, hogy milyen súlya van a határon át történő hitelezésnek, illetve befektetéseknek, milyen a súlya a határon átnyúló bankalapításoknak, illetve a felvásárlásoknak és fúzióknak. Mennyiben változott meg a helyi piacok struktúrája és jellege, milyen szerepük van a helyi piacokon a külföldi pénzügyi intézményeknek. Ezzel kapcsolatban elmondható, hogy az eurórégióban az 1990 és a 2001 közötti felvásárlások és fúziók (értékben kifejezve) 70%-a 1998. után következett be!

A nagytételű (wholesale) banki szektor, illetve a pénzpiacok egyes szegmensei (bankközi piacok) teljes mértékben integrálódnak (összeurópainak) nevezhetők. A bankok tőkepiaci értékpapírokkal kapcsolatos tevékenységei (pl. underwriting) is nagymértékben integrált piacon folynak. Ezt az állapotot alapvetően a főleg amerikai vetélytársaktól érkező hatalmas versenyszorítás kényszerítette ki, illetve a közös pénz teremtette piaci egységesülés tette lehetővé. Ennek megfelelően a ötvénykibocsátással kapcsolatos díjak fokozatosan csökkennek Európában.

A lakossági piacok még sokkal fragmentáltabbak, alapvetően azért, mert ebben a szegmensben fontos a helyi beágyazódás, a helyi viszonyok ismerete. Ebben a szektorban is beindult azonban a piaci konvergencia, ami abból is látszik, hogy a háztartási hitelek marginjai közelednek egymáshoz az euró-zónában.⁶⁷

⁶⁷ Banking integration in the Euro area. ECB Occasional Paper Series. No. 6. December 2002.
The Euro money market. Study 2001. ECB Paper. December 2002.

A bankok tevékenységének fontos elemévé vált az alapkezelés és az értékpapír-ereskedelem. Ez két úton következett be. Egyrészt a bankok kezelik az eurórégió befektetési alapjainak mintegy 80 %-át. Másrészt az elmúlt években hatalmas pénzügyi csoportok alakultak ki, amelyek magukban foglalnak bankokat, és brókercégeket is (esetenként biztosítókat is).

Láttuk, hogy az elektronikus szolgáltatások közül az elektronikus brókerkedés fejlődött a leggyorsabban. Európában a brókerpiac piac mintegy 10%-át teszi az elektronikus forma. (Ez az arány az Egyesült Államokban 35%!.) Az Internet banking elterjedése ennél lassúbb volt. Az ügyfelek nem látják olyan fontosnak az előnyeit a fiók-alapú, vagy telefonos bankinghoz képest, mint a brókertevékenységek esetében.

Kik az euró bevezetésének nyertesei és vesztesei? Az euró-övezet kincstárai számítanak a pénzügyi integráció legnagyobb nyerteseinek. De további jelentős előnyökre van még kilátás, ha sikerül teljesen egységesíteni az államadósságpiacot. Az adósságpiacok zéró összegű játéknak felelnek meg: a kibocsátó államok kevesebbet kell, hogy fizessenek a kötvények kamatára, de a tulajdonosok is kevesebb jövedelemhez jutnak. Ez a hátrány elsősorban azokat a befektetőket érinti tehát, akik arányaiban nagyobb összegű állampapírt tartanak befektetéseikben. Ezek alapvetően a jövőndő nyugdíjasok, akik nyugdíjalapjai kevesebb hozamot biztosítanak. Íme egy újabb érdekes összefüggése az összeurópai jóléti szint alakulásának. Számos akna antennája látszik kibújni a jövőbe vezető út mentén. Nem csak arról van tehát szó, hogy az európai nyugdíjrendszerek vannak halálra ítélve a jelen formájukban, de a monetáris integráció miatt a piaci alapú nyugdíjfinanszírozás is alacsonyabb hozamokra van predesztinálva. Reálisan megállapítható azonban, hogy az első probléma sokkal súlyosabb jelen pillanatban.

A vállalatok számára előnyös a tőkepiac költségeinek csökkenése, és az árfolyamkockázatok jelentős részének megszűnése. Mindez a növekedés, a termelés, a beruházás növekedését eredményezi. Ez nem egy zéró összegű játék, ebből mindenki hasznot húzhat, beleértve még a nem tőkefedezeti nyugdíj-megoldásokkal rendelkezőket is.

A tőkepiacok szétaprózottsága, a párhuzamos tőzsdék működése azt eredményezik, hogy a megegyező jellemzőkkel rendelkező vállalatokat különféleképpen árazzák be, ami a befektetések allokációja során költséges torzulásokkal jár. A tőkepiaci integráció ezt a hatást mérsékli.

A befektetők számára a pénzügyi integráció a diverzifikáció lehetőségének megnövekedését jelenti. Az egyik legfontosabb kedvező fejleménye az euró bevezetésének az intézményi befektetők valuta-megfeleltetési kötelezettségének a megszűnése, ami végső soron a befektetők és az ügyfelek jólétét eredményezi.⁶⁸

Az *euró bevezetése* jelentős hatással van és lesz az euró-övezet gazdasági és pénzügyi struktúrájára. A Monetáris Unió eddig az alábbi fontosabb *közvetlen* hatásokkal járt a pénzügyi piacokra nézve:

- a nemzeti pénzpiacok gyorsan átalakultak egy egységes európai pénzpiaccá
- az állampapírpiacon európai integrációja felgyorsult
- az euróban denominált vállalati kötvénypiac gyors növekedésnek indult

Az euró bevezetése folyamatos kényszerítő erővel hat az európai pénzügyi piacok integrációjára, növelve a koncentrációt és a hatékonyságot, korszerűsítve a szolgáltatások színvonalát. Mindez a pénzügyi szolgáltatók körében is jelentős változásokat eredményez, tovább ösztönözve a fúziókat, a pénzügyi konglomerátumok létrejöttét és az összeurópai-szintű vállalati és befektetési

⁶⁸ Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence, by Gabe de Bondt, August 2002, (ECB Working Paper No. 164)

stratégiák meghonosodását. A tőkepiac likviditásának és szolgáltatási színvonalának növekedése pedig elősegíti az egész gazdaság növekedését, megteremtve a kisebb méretű vállalatok számára is a tőkebevonás olcsóbb és egyszerűbb lehetőségeit.

Az új, korszerűbb pénzügyi termékek és innovációk kiszélesítik a befektetési, és kockázatkezelési, kockázatfedezeti lehetőségeket a vállalatok számára, és hozzájárulnak az európai befektetési és portfóliókezelési üzletág felzárkózásához is.

Az európai tőzsdék körében jelentős átalakulási folyamat indult el. Átértékelődtek egyes tőkepiacok szerepei, de London szerepe az euróból való kimaradása ellenére sem csökkent jelentősen. Az európai tőkepiac még nem elég nagy és nem elég stabil, de a részpiacok egymásrautaltsága növekszik. A londoni Citynek szüksége van Európa többi részének növekedésére, és Európa többi részének pedig a Cityre, hogy az katalizálja ezt a növekedést.

A részvény és származékos piacokra kedvező hatással volt az árfolyamkockázat megszűnése, de növelte a piac versenyfeszültségét is. A közös valutával és az árfolyam kockázat megszűnésével a nemzeti tőkepiacok közötti versengés tehát nőtt, már csak azért is mert a teljesítményük és költségeik sokkal könnyebben összehasonlíthatóvá váltak. A hatás a futures piacokon a legjelentősebb, amelyek a kamatláb és index piacok növekedéséből profitáltak az euró bevezetése előtt. Az index piacok nem igazán, de a kamatláb piacok jelentős csökkenést szenvedtek el természetesen az euróban részes valuták önállóságának megszüntetése folytán. Mindez leginkább a kisebb nemzeti tőzsdékre nézve volt nagy csapás, akik tevékenységüket jellemzően saját nemzeti valutáikban denominált termékekben folytatták.

A kontinentális pénzügyi piacok mélyülése, ami az egységes pénz bevezetésének, és az egységes monetáris politikának köszönhető, azt a várakozást váltotta ki, hogy jelentős mértékű euró-övezeten kívüli befektetések áramlanak majd a zónába, mintegy alternatívákat keresve az uralkodó amerikai piacokhoz képest. Az eddigi siker azonban nem egyértelmű a nem az euró-övezetből érkező befektetők vonatkozásában. Az Európai Központi Bank adatai alapján az 1998 és 2000 közötti időszakban az euró-övezetből havi nettó 6,5 milliárd portfólió-beruházási kiáramlás volt tapasztalható!⁶⁹ A nettó kiáramlás 1998 őszén, a pénzpiaci válság idején volt a csúcson. Egyedül a pénzpiaci eszközök voltak az euróban denominált instrumentumok közül azok, ahol az euró bevezetése óta nettó beáramlás volt tapasztalható. A külföldiek euró-övezeti kötvény, és kisebb mértékben részvénykereslete nagyon változékony volt.

A külföldiek érdeklődése nem csak a különböző eszközök vonatkozásában volt heterogén, hanem ország-megoszlásban is. Az USA intézményi befektetői mindig is kevés érdeklődést mutattak az euró-övezet részvényei iránt. Ez a tendencia nem változott a közös pénz bevezetése után sem. A kötvények iránti érdeklődésük is csak lassan és módjával mutatkozott meg. A Japán alapkezelők voltak, akik a legaktívabban fektettek be az új valutában denominált papírokba. 1998-ban megnégyesítették az euró-övezeti befektetéseiket a japán portfólió befektetők. A befektetés szintje (kb. 47 milliárd euró) 1999-ben és 2000-ben nagyjából megmaradt. A japán alapkezelők alapvetően kötvényekbe fektetnek az euró-övezetben (90 %-a befektetéseiknek kötvénybe áramlott).

Az angol befektetők reakciója ellentétes volt. Az angol nyugdíjalapok befektetései az euró-övezeti eszközökbe 1998 második negyedéve óta folyamatosan negatív. 1999 első felében a pénzkivitel elérte az 1,6 milliárd fontot, hozzáadódva az 1998-as 1,3 milliárdos dezinvestmenthez. Az Egyesült Királyság alapkezelőinek hozzáállása a kontinentális Európa részvényeihez mindig is meglehetősen semleges volt.

⁶⁹ ECB Working Paper.

Az euró bevezetését megelőzően eltértek a vélemények arról, hogy az új valuta megjelenése, hogyan fogja érinteni az országok valutatartalékainak összetételét. Voltak olyan vélekedések, hogy 1999 januárja előtt közvetlenül az euró-övezet jegybankjai megemelik a dollár arányát a tartalékaikban biztonsági okokból, volt aki ennek ellenkezőjét állította, de a legtöbben azon a véleményen voltak, hogy nem következik be lényeges változás a tartalékok összetételében [Eichengreen – Mathieson, 2000]. 2000 harmadik negyedében a világ valutatartalékainak összege 1,9 billió dollár volt, ebből 1,3 billió dollárban és 214 milliárd euróban. 1999 első negyedében az összes tartalék 1,6 billió dollárra rúgott ebből kb. 1 billió USD, és 200 milliárd euró. A számokból látszik, hogy jelentős elmozdulás nem történt, de a dollár szerepe némileg nőtt.⁷⁰

Néhány gondolat erejéig foglalkozni szeretnék azzal a kérdéssel is, hogy milyen fontos az a szerep, amit az euró játszik nemzetközi pénzügyi piacokon. A közös európai pénz szerepe bevezetése óta folyamatosan nő. A nem régióbeli kibocsátók adósságot megtestesítő értékpapír-kibocsátásaikat már 29 %-ban euróban eszközlik. Az USA dollár aránya 44 %, a jené 13 %. Az euróban kibocsátó nem-rezidensek között azonban alapvetően egy-két fejlett országot találunk csak (USA, Anglia), míg a felzárkózó országok alig bocsátanak ki euróban, kivéve azokat, amelyek közel fekszenek az euró-övezethez. A keresleti oldalt nézve az is látható, hogy az amerikai intézmények által kezelt kötvényportfóliókban szinte nincsen euróban denominált kötvény. Mint már láttuk, az eurónak a devizapiacokon játszott szerepe hasonló a német márkának - a közös pénz bevezetését megelőző – szerepéhez. 2000-ben az összes deviza spot tranzakció 20 %-a történt euróban, amely szinte megegyezik az 1998-as német márka adattal. Az euró-övezeti országok nemzetközi, harmadik országokkal folytatott árukereskedelmében azonban erőteljesen megugrott az euró használata. Az euró szerepe a harmadik országokban nem változott jelentősen az elmúlt években. Az euró jelentősége

⁷⁰ IMF statisztika, in: BIS Working Paper No. 100., July 2001.

elsősorban azokban az országokban számottevő, amelyek közel vannak a régióhoz. Mintegy 50 ország használja árfolyampolitikájában az eurót referenciaként, vagy horgonyvalutaként. Legtöbbjük azonban kicsi, az eurórégióhoz közeli állam, amelyek össz-GDP-je nem több mint a világ GDP-jének 4 %-a. A nemzetközi devizatartalékok arányában az euró részesedése mintegy 13% volt 2001-ben.⁷¹

A közös pénzügyi térség az államkötvénypiaci kínálat skáláját is kiszélesítette, ott ahol (mint pl. Németországban) az euró bevezetése előtt a rövid és nagyon hosszú lejáratú szegmensben korlátozott volt a kibocsátás.

Az euró a bankszektorban lejátszódó átalakulási folyamatot tovább erősítette. Az euró bevezetése előtti alacsony profitabilitással, növekvő versennyel, alacsony gazdasági növekedéssel és alacsony hitelkereslettel jellemezhető időszak után újabb jelentős kihívást jelentett a bankszektor számára a Monetáris Unió bevezetése. Részben jelentős egyszeri kiadásokat, részben a devizakereskedelmi bevételek nagy részének kiesését jelentette számukra. hatás azonban nem egységes, hanem jelentős mértékben méret és szektor-specifikus. Középtávon azonban az átalakulások jelentős versenyképesség növekedéssel járnak egy jóval koncentráltabb piacon.

Az euró felgyorsította számos európai pénzügyi piac elmélyülését a határon-átnyúló tranzakciók között feszülő akadályok mérséklésével. Ennek eredményeként kifejlődött egy össz-európai bankközi, és egy vállalati kötvénypiac, amely nagyon fontos szolgálatot tesz az euró-övezet gazdaságának a likviditás elosztásával, és a vállalati szektor finanszírozásával. A befektetési és egyéb alapkezelők megtanulták kihasználni a megváltozott helyzetre alkalmazandó pán-európai befektetési stratégiák előnyeit. Az európai vállalatok olyan alacsony áron tudnak tőkéhez jutni az európai kötvény és részvénypiacon,

⁷¹ Review of the international role of the Euro. ECB Paper: December 2002.

ami a közös pénz megjelenése előtt lehetetlen volt. Mindez a banki hitelezés fokozatos háttérbe szorulását eredményezi.

Az euró hatása az európai pénzügyi rendszerre abban mérhető, hogy mennyire volt sikeres a pénzügyi rendszer szegmenseinek fejlődésének elősegítésében, hogyan járult hozzá az intézmények és a teljesítmények erősödéséhez. Kétségtelen, hogy az euró bevezetése utáni összeurópai piac nagyobb mint a bevezetés előtt a nemzeti piacok összessége.

Mindazonáltal láttuk, hogy az eredmények nem egyenletesen oszlanak el a különböző pénzügyi szegmensek között. Ahol a kiszolgáló infrastruktúra egységesebb vagy rugalmasabb volt az eredmények gyorsabban és nagyobb mértékben jelentkeznek, míg azok a szegmensek ahol erősen élnek a nemzeti tradicionális intézmények sokkal kevesebb az elmozdulás. Ennek két példája az részvény-, illetve a repo piac. Azáltal, hogy az euró számos gazdasági nehézséget elhárított a határon-átnyúló pénzügyi tevékenységek, és a verseny útjából, ezek az intézményi korlátok sokkal inkább a reflektorfénybe kerültek. Az eltérő adózási, csődeljárási, kereskedés-technikai szabályok óriási jóléti veszteséget okoznak a régióknak azáltal, hogy megakadályozzák egy egységes kereskedési rendszer felállítását.

Egy másik terület, ahol az elégtelen harmonizáció okozta költségnövekedés nyilvánvaló, az államkötvény-kibocsátás területe, ahol a nemzeti államadósság-kezelő intézmények jobb együttműködése megsokszorozhatná az euró-övezeti állampapírok kívánatosságát a régión kívüli befektetők szemében.

Az euró bevezetésének hosszabb távon legfontosabb hatása, hogy – az eseti kudarcok ellenére – a befektetők és a tőkefelvevők attitűdjét közelebb viszi a piaci finanszírozás (angolszász kapitalizmus) felé a banki finanszírozás (rajnai kapitalizmus) kárára. Az euró tehát regionális szinten siettet a globálisan megfigyelhető dezintermediáció folyamatát.

Ez természetesen arra kényszeríti a bankokat, hogy átalakítsák stratégiájukat. Az új stratégia egyik legfontosabb eleme, hogy ügyfelek számára az eddiginél sokkal szélesebb körét tudják nyújtani a szolgáltatásoknak. Ebben a legfontosabb támaszuk az infotechnológiai vívmányok intenzív használata. A kibővített termékkörben különös figyelmet kap a hosszú-távú befektetési szolgáltatások kidolgozása, és, vagy nyújtása, csakúgy, mint a tőkepiaci befektetési termékek (befektetési alapok, bróker-szolgáltatás) nyújtása. Vagyis látható, hogy az eurónak milyen fontos szerepe van az univerzális banki tevékenység előretörésében. A vállalati üzletágban szintén adaptálódniuk kell a bankoknak. Pán-európai alapon kell tudniuk fizetési szolgáltatásokat, és befektetési banki szolgáltatásokat nyújtaniuk ügyfeleknek.

Az európai bankrendszer jelentős versenyszorításban él. A fokozódó versenyhelyzet több alapvető policy kérdést vet fel, mint pl. a banki hatékonyság, a prudenciális kérdések, és a válságkezelés kérdése.

A banki hatékonyság növelése várhatóan további koncentrációra készíti majd a pénzügy intézményeket, mindez azonban egyes politikai döntéshozók erős ellenérzését-ellenállását válthatja ki, a túlzott koncentrációtól és a szektor oligopolisztikus működésétől való félelem miatt. Ez természetesen nem csak európai jelenség: az USA-ban, vagy Ausztráliában éppen úgy tartanak ezektől a dolgoktól, mint az EU-tagállamokban. A prudenciális kérdések szorosan kapcsolódnak a hatékonyság kérdéséhez. Ahogy a verseny felforrósodik, úgy van egyre inkább szükség a tőke minél hatékonyabb felhasználására. Ez nyilvánvalóan elvezet az élőmunka-komponens csökkentéséhez, de egyes esetekben tőkekivonást is eredményez egyes pénzügyi tevékenységi ágakból, de a szektorból való tőkekivonás is bekövetkezhet, amennyiben a kevésbé szorított ágazatokban kedvezőbb megtérülések merülnek fel.

Az elmúlt másfél év általános recessziója sajnos felerősítette ezt a folyamatot, azzal, hogy általános vagyonsértés következett be a világgazdaságban, ezért

számos pénzügyi szolgáltató került veszélyeztetett helyzetbe. Számos nagy bank túlértékelte válságtúlélő képességét, és a gyilkos versenynek és a nem kevésbé nagyszabású gazdasági visszaesésnek igen nagy nehézségekkel tudtak csak megfelelni, sokszor jelentős értékvesztések és leépítések árán. A technológiai fejlesztésekbe kihelyezett hatalmas összegek azt eredményezték, hogy a pénzügyi intézmények állandó költségei megemelkedtek a változó költségekhez képest, és sok pénzintézet hosszú évekig veszteséges működést predesztinálhatott magának. A pénzintézetek sokszor abba a hibába estek, hogy a valós struktúraváltás végrehajtása, a korszakváltás új kihívásainak valódi megragadása helyett kizárólag a méretük és piaci részesedésük növelésére koncentráltak.

Bizonyos esetekben a kormányok is ártottak a valódi átstrukturálódás megvalósulásának egyszerűen nacionalista okokból, vagy azért mert el akarták kerülni a foglalkoztatott tömegek utcára kerülését. Az új gazdaság válsága komoly problémákat okozott a pénzintézeteknek is, a nagy cégek számviteli nyilvántartási csalásai körüli botrányok a hitelezők, illetve befektetők bizalmát súlyosan károsították. Szóltunk már arról is, hogy a pénzügyi vállalatok és tevékenységek erősödő összefonódása megnehezíti a piaci felügyelet dolgát, különösen igaz ez Európára, ahol jelenleg egy furcsa átmeneti állapotban van a pénzügyi rendszer (számos aspektusa összeurópai, de számos területen még nem beszélhetünk európai szintű egységről).

A bankok, biztosítók, és befektetési szolgáltatók egyelőre alig rukkolnak elő páneurópai termékkínálattal, mivel az egyes tagállamok jogi és szabályozási rendszere (főleg fogyasztóvédelmi, és versenyszabályok) nem elég egységes, dacára a belső piaci harmonizáció több évre visszatekintő folyamatának. Mindez azt is eredményezi, hogy a határon-átnyúló összeolvadások és felvásárlások méretgazdaságossági haszna elmarad a határon belüli fúziókétól. A határon-átnyúló konszolidációnak nem kedveznek a meglévő kulturális és vállalatirányítási különbségek. Az erre adott vállalati stratégia sok esetben az, hogy a pénzügyi prevenció jellegű felvásárlásokba kezdenek a hazai piacon,

hogy előnyösebb pozícióban várhassák az óhatatlanul begyorsuló határon-átnyúló konszolidáció időszakát. A másik stratégia az Interneten, tehát országhatárokon átívelő elérhetőséggel bíró standardizált termékek bevezetése.

A konszolidáció jövőjét illetően már látszanak a legfontosabb trendek. A kis tagállamok belső piaci várhatóan nem fognak jelentős mértékben tovább koncentrálni, mert a konszolidáció nagyon magas szintet ért el. A konszolidáció folytatódása inkább a vállalati üzletágban várható inkább. A konglomeráció viszont nagy ütemben folytatódni fog. Egy másik, alternatív stratégia is kezd körvonalazódni a cégek részéről: teljes-értékű fúziók helyett kisebbségi tulajdonlások, illetve közös vállalatok rendszerét hozzák létre maguk körül. Az Internet szintén költség-hatékony alternatíváját jelentheti a fúzióknak, lehetővé téve számos intézménynek, hogy megszerezzen, illetve megtartsen egy sor egyéni és vállalati ügyfelet. Természetesen a pénzügyi intézmények konszolidációja nem kizárólag európai, vagy euró-övezeti jelenség. Nagyszabású fúziók zajlottak le az amerikai piacon és más vidékeken is.

A bankok előtt álló legfontosabb stratégiai kihívások az alábbiak szerint összegezhetők:

- A bankoknak kritikus szemmel felül kell vizsgálniuk E-banking stratégiájukat, mivel az a legtöbb esetben túl ambiciózus és optimista volt, főképp a rövidtávra vonatkozóan.
- A nyitott szerkezet megfelelő stratégia lehet a disztribúciós hálózat hatékonyabb működésére, de a bankoknak tisztában kell lenniük az ezzel járó kockázatokkal is. Tisztázandó, hogy meddig terjed a termék közvetítőjének felelőssége, ha az adott termék nem az elvárt színvonalon teljesít. Még ha a közvetítőnek nincs is jogi felelőssége a reputációját ért veszteség komoly veszélyekkel járhat.
- A többszörös disztribúciós stratégia viszonylag biztonságos stratégia, hiszen a bank tulajdonképpen minden opciót nyitva hagy. Kérdéses azonban, hogy egy olyan időszakban, amikor a tulajdonosok a költségek soha nem látott

leszorítását követelik, finanszírozható-e egy ilyen megoldás. Érdeemes megvizsgálni, hogy a különböző csatornák hogyan lehetnek integrálhatók.

- Az EU-hoz a közeljövőben közép- és kelet-európai régiókban történő terjeszkedés lökést adhat az európai pénzintézetek fejlődésének, de a bankoknak ismerniük kell a helyi piacokat, megfelelő diverzifikációs stratégiával kell rendelkezniük és alaposan meg kell vizsgálniuk, hogy nem rejt-e csapdákat egy helyi pénzügyi intézmény felvásárlása.
- A pénzügyi innováció segítette a bankokat a pénzügyi kockázatok aktívabb kezelésében. Például a hitel-derivatívák lehetőséget biztosítanak arra, hogy a hitelkockázatot az egész pénzügyi szektorra szétterítsék és ezáltal növeljék a teljes bankszektor stabilitását.
- A pénzügyi innováció a befektetők számára sokkal szélesebb termékpalettát biztosít. Másrészt egyre több egyszerű befektető, aki nem rendelkezik megfelelő tudással a kockázatok felméréséhez vesz részt egyre bonyolultabb pénzügyi tranzakciókban. Ez mind a szabályozási kockázatot, mind a bankok reputációs kockázatát növeli. A bankoknak ezért egyre nagyobb figyelmet kell fordítani a fogyasztóvédelmi szempontokra, amelyben a felügyeleti intézményekkel való együttműködés egyre fontosabb.
- Számolniuk kell azzal is, hogy a fogyasztói hűség csökkeni fog. Az ügyfeleknek egy szolgáltatóhoz való ragaszkodása szinte minden gazdasági szektorban csökken, nem csak a pénzügyi szolgáltatásokban. A fogyasztók egyre tudatosabbá és jobban informáltabbá válnak.

A pénzügyi intézmények, elsősorban a bankok az utóbbi években egyre intenzívebben keresik a költségcsökkentés eszközeit (személyi kiadások, szervezeti ésszerűsítések). Emellett egyre óvatosabban közelítenek a kockázatokhoz is. A kockázatokba beleértendő a fúziókkal és a felvásárlásokkal kapcsolatos kockázatok is. Éppen ezért az utóbbi évek banki taktikájának a további felvásárlásokkal és fúziókkal kapcsolatosan a kivárás (wait and see) látszik. Azonban ez főleg a nagybankokra vonatkozik, amelyek felvásárlási akciót alapvetően a piaci pozíciók erősítése motiválja. Ezzel szemben a közepes

méretű bankok körében tovább tart a koncentráció, mert itt a fúziók legfőbb oka a költségcsökkentés igénye. Mint láttuk a költséghatékonyság növelésének másik eszköze az internetbanki tevékenység erősítése lehet, de számos bank „túlvállalta” magát ezen a téren, és költségei nőttek, ahelyett, hogy csökkentek volna. A bankok kockázatkezelési megoldásaikat is modernizálták, elsősorban a derivatívák fokozottabb alkalmazása által. Egy további fontos piaci jelenség az állami szerepvállalás folyamatos visszaszorulása. Ennek egyik fontos oka az Európai Unió jogrendje és jogalkalmazása, amely nem tűri a pénzintézetek állami dotálását, vagy privilegizálását. Hosszas huzavona után a német landesbankok állami támogatásának megszüntetését is sikerült elérnie az Európai Uniónak, ami fontos lépés volt – még összeurópai szinten nézve is – a piaci liberalizáció irányába.

Nagy léptékkel mérve, elmondhatjuk, hogy az elmúlt tíz évben két tényező erősítette a piaci finanszírozás előretörését Európában: az integráció felgyorsulása, beleértve az európai monetáris integrációt és a világméretű pénzügyi integrációt, és az innováció forradalmi ereje. Az ezzel ellentétes irányba ható legfontosabb tényező a nemzeti pénzügyi rendszerek tradicionális vonásainak, intézményeinek, eljárásainak a megőrzésére irányuló törekvés volt. Az európai pénzügyi rendszer az utóbbi 10-20 évben összességében piacibb orientáltságú lett. Ezt számos kedvező nemzetközi (a nemzetközi kereskedelem és a tőkeáramlások növekedése), gazdasági (adatfeldolgozás és információtovábbítás hatékonyságának robbanásszerű fejlődése), regionális, politikai jellegű (európaizálódás) körülmény tette lehetővé. A legutóbbi években – a gazdasági feltételek változatlansága mellett – a politikai feltételek némileg változtak, rosszabbra fordultak. A világméretű antiglobalizációs hisztéria nem marad visszhang nélkül egyes politikai körökben sem, egyre több politikus válik az antiglobalizációs elvek és retorika tolmácsolójává. Szerencsétlen módon felerősítette ezt a folyamatot a teljes piaci bizonytalanságot, okozó, és piacot rossz fényben feltüntető vállalati botránysorozat is. Európa gazdasági integrációjának továbbfolytatása során tehát ezzel az egyre intenzívebben érezhető ellenséges

légkörrel is számolnia kell. Ha komolyabb recesszió jelentkezne a régióban annak nagyon súlyos hangulati következményei lehetnének: tovább erősödhetne az Európai Unió, a közös vívmányok, a közös intézményrendszer a közös pénz elutasítotttsága. Ezt a bizonytalanságot növeli a sosem látott méretű kelet-európai bővítés hatásainak kiszámíthatatlansága is. A megoldás ismét csak az előremenekülés lehet, vagyis a közös piac és a közös pénzügyi rendszer, beleértve a közös valutát helyzetének megerősítését.

A bankok és a többi pénzügyi szolgáltató prudenciális felügyelete nemzeti hatáskörben maradt. A piacok egységesülése mind földrajzi (határon átnyúló fúziók és szövetségek), mind tevékenységi értelemben (pénzügyi konglomerátumok létrejötte) a pénzügyi felügyelet gyakorlatának újragondolását követelte meg. Ez egyrészt az európai felügyelet szorosabb együttműködését, másrészt a különböző szektorok felügyeleteinek országon belüli közelítését jelenti a konglomerátumok hatékonyabb ellenőrzése érdekében. A felügyeleti tevékenység másik nagy kihívása az elektronikai forradalom hatására kifejlődött új termékek és szolgáltatási csatornák (mint pl. az Internet) prudenciális ellenőrzése.

Ezt, valamint az európai pénzügyi szektor versenyképességének növelését csak a piaci korlátok lebontásával, egy új összeurópai szabályozási mechanizmus bevezetésével lehet elérni. Meg kell felelni a „fokozódó nemzetközi helyzet”, a válságok és a könyörtelen verseny kihívásainak. Az Európai Unió ezeket a célokat tűzte maga elé, és az elkövetkező néhány év fogja eldönteni, hogy ambiciózus elképzeléseit végre tudja-e hajtani.

Mindenképpen el kell kerülnie tehát az öreg kontinensnek, hogy az európai tőzsdék, bankok, és egyáltalán az egész európai gazdasági térség képzeletbeli ajtajára ez legyen kiírva:

„HÜLYESÉG MIATT ZÁRVA!”

FÜGGELÉK I. NÉVMUTATÓ

Albers, Ronald	122.
Amato, Giuliano	195.
Annan, Kofi	24, 67
Bolkestein, Frits	51, 173, 193.
Bush, George W.	84.
Cheney, Dick	84.
Couchevin, Pascal	174.
Dehaene, Jean-Luc	195.
Duisenberg, Wim	44.
Ferenc József I.	66.
Fiorina, Carly	81.
Gates, Bill	24.
Giovannini, Alberto	263, 276, 313, 314.
Giscard D'Estaing, Valéry	195.
Greenspan, Alan	44.
Henley, Jeff	86.
Herdman, Robert	63.
Károly VI.	67.
Kissinger, Henry	33.
Lámfalussy Sándor (Alexandre)	19, 166, 167, 177, 178, 179, 180, 183, 186, 188, 190, 191, 197, 196, 271, 290, 296, 313.
Lamy, Pascal	39.
Liikanen, Erkki	152.
Merton, Robert C.	93.
Messier, Jean-Marie	84.
Miller, Merton H.	51.
Modigliani, Franco	51.
Monti, Mario	80, 194.
O'Neill, Paul	24
Pitt, Harvey	63.
Prodi, Romano	277.
Schaub, Alexander	87, 270.
Soros, George	23, 24.
Takenaka Heizo	57.
Vijselaar, Focco	122.
Walras, Léon	118.
Winter, Jaap	51, 88.

FÜGGELÉK II.

EGYES FONTOSABB RÖVIDÍTÉSEK ANGOLUL

AMEX - American Stock Exchange
BAC - Banking Advisory Committee
BBA - British Bankers Association
BIS - Bank for International Settlements
BUBOR - Budapest Interbank Offered Rate
CAC-40 - Compagnie des Agents de Change-40
CAD - Capital Adequacy Directive
Cedel - Centrale de Livraison de Valeurs mobiles
CME - Chicago Mercantile Exchange
DAX - Deutsche Aktienindex
DVP - delivery versus payment
ECB - European Central Bank
ECOFIN- Council of Ministers for Economic and Financial Affairs
ECU - European Currency Unit
EMI - European Monetary Institute
EMS - European Monetary System
EMU - Economic and Monetary Union
EPU - European Payment Union
ERM - Exchange Rate Mechanism
ESCB - European System of Central Banks
EU - European Union
EUA - European Unit of Account
FX - foreign exchange
GNP - gross national product
IMF - International Monetary Fund
IPO: Initial Public Offering
Libor - London interbank offered rate
LIFFE - London International Financial Futures and Options Exchange
LSE - London Stock Exchange
NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quote System
NYMEX - New York Mercantile Exchange
NYSE - New York Stock Exchange
OECD - Organization for Economic Co-operation and Development
OM - OM Stockholm Fondkommission
OPEC - Organisation of Petroleum Exporting Countries
OTC - over the counter
RTGS - Real Time Gross Settlement System
TARGET- Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer
TSE - Tokyo Stock Exchange

Irodalom és jogforrás jegyzék

Napi EU és üzleti hírforrás: Agence Europe, az Európai Unió kiadványa

Intézmények tanulmányai

- European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America, by Ettore Dorrucci, Stefano Firpo, Marcel Fratzscher and Francesco Paolo Mongelli, October 2002, (ECB Working Paper No. 185)
- Management and supervision of Cross-Border Electronic Banking Activities. Basel Committee Publications No. 93. October 2002.
- Review of the international role of the Euro. ECB Paper. December 2002.
- Banking integration in the Euro area. ECB Occasional Paper Series. No. 6. December 2002.
- The Euro money market. Study 2001. ECB Paper. December 2002.
- Structural analysis of the EU banking sector, ECB, 15 November, 2002.
- London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting: Final Report to the European Commission Directorate-General for the Internal Market: Qualification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets, November, 2002
- Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher: Interdependence between the euro area and the US: What role for the EMU, ECB Working Paper No. 200, December 2002.
- EURIBOR-ACI report, "The Short-Term Paper Market in Europe" 2. September 2002.
- "A single capital market in Europe: challenges for global companies" Speech by Commissioner Frits Bolkestein Member of the European Commission in charge of the Internal Market and Taxation. Address to conference organised by Institute of Chartered Accountants in England and Wales. Brussels, 10th October 2002.
- „Towards a Single European Financial Services Market: Anticipating and managing Change” Speech by Director General Alexander Schaub to the Annula Summit of the Institute of Financial Services, 6th November, 2002, London.

- Developments in banks' liquidity profile and management, ECB volume, May 2002
- "Relationship lending in the euro area" Prof. Otmar Issing's Dinner Speech at the Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October, 2002. The Transformation of the European Financial System.
- Merger and regulation reforms needed. Oxford Analytica Bulletin. 05 November 2002.
- Joint work of the European System of Central Banks and the Committee of European Securities Regulators in the field of clearing and settlement. Published by ECB, 1 August, 2002.
- Regional inflation in a currency union: fiscal policy vs. fundamentals, by Margarida Duarte and Alexander L. Wolman, September 2002, (ECB Working Paper No. 180)
- A theory of the currency denomination of international trade, by Philippe Bacchetta and Eric Van Wincoop, September 2002, (ECB Working Paper No. 177)
- Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union, by Simon Gilchrist, Jean-Olivier Hairault and Hubert Kempf, September 2002, (ECB Working Paper No. 175)
- International monetary policy coordination and financial market integration, by Alan Sutherland, September 2002, (ECB Working Paper No. 174)
- Germany: neuer markt closure delas blow to Frankfurt, Oxford Analytica Bulletin, 30 September 2002.
- The industry effects of monetary policy in the euro area, by Gert Peersman and Frank Smets, August 2002, (ECB Working Paper No. 165)
- Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence, by Gabe de Bondt, August 2002, (ECB Working Paper No. 164)
- The Euro bloc, the Dollar bloc and the Yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?, by Marcel Fratzscher, June 2002, (ECB Working Paper No. 154)

- Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility, by Reint Gropp, Jukka Vesala and Giuseppe Vulpes, June 2002, (ECB Working Paper No. 150)
- Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level, by Gabe de Bondt, April 2002, (ECB Working Paper No. 136)
- New technologies and productivity growth in the euro area, by Focco Vijselaar and Ronald Albers, February 2002, (ECB Working Paper No. 122)
- Monetary policy and the stock market in the euro area, by Nuno Cassola and Claudio Morana, January 2002, (ECB Working Paper No. 119)
- Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area, by Michael Ehrmann and Leonardo Gambacorta and Jorge Martínez-Pagés and Patrick Sevestre and Andreas Worms, December 2001, (ECB Working Paper No. 105)
- A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area, by Benoît Mojon and Gert Peersman, December 2001, (ECB Working Paper No. 92)
- The microstructure of the euro money market, by Philipp Hartmann, Michele Manna and Andrés Manzanares, October 2001, (ECB Working Paper No. 80)
- Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?, by Reint Gropp and Anthony J. Richards, August 2001, (ECB Working Paper No. 76)
- Interbank market integration under asymmetric information, by Xavier Freixas and Cornelia Holthausen, August 2001, (ECB Working Paper No. 74)
- Interbank lending and monetary policy transmission - evidence for Germany, by Michael Ehrmann and Andreas Worms, July 2001, (ECB Working Paper No. 73)
- The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?, by Gabriel Pérez Quirós and Hugo Rodríguez Mendizábal, June 2001, (ECB Working Paper No. 67)
- TARGET Annual Report 2001, April 2002

- Responses to challenges of globalisation – A study on the international monetary and financial system and on financing for development, Working document of the European Commission services, 2002, DG Ecfm
- Reforms of pension systems in the EU – an analysis of the policy options. DG Ecfm working document, October 2002.
- The microeconomic impact of information and communication technologies in Europe. DG Ecfm working document, October 2002.
- Financial market integration in the EU. DG Ecfm working document, October 2002.
- The impact of the euro on Europe's financial markets, BIS Working Papers No. 100., July 2001.
- Second survey of the policy adopted by banks in preparing for the transition to the euro, Brussels, 17 September, 2001, BA D(2001) ECFIN 531-EN
- Electronic finance: an overview of the issues, BIS Workshop Paper, July 2001
- Recommendations for securities settlement systems. CPSS Publications No. 46. November 2001.
- The financial progress of pure-play Internet banks, BIS Papers No. 7., 2001
- The impact of the euro on money and bond markets, by Javier Santillán, Marc Bayle and Christian Thygesen, July 2000, (ECB Occasional Paper No. 1)
- The euro and international capital markets, Carsten Detken and Philipp Hartmann, April 2000, (ECB Working Paper No. 19)
- Systemic risk: A survey, November 2000 by O. De Bandt and P. Hartmann, ECB Working Paper Series.
- Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets, by Marcel Fratzscher, March 2001, (ECB Working Paper No. 48)
- Mergers and acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications, ECB, December 2000
- TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2000, ECB brochure
- Payment systems in the European Union February 2000, ECB
- Information guide for credit institutions using TARGET, ECB, November 2000.

- The effects of technology on the EU banking system, ECB, July 1999, Frankfurt
- Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, ECB, Februar 1999, Frankfurt
- Money and Banking Statistics Sector Manual - Guidance for the statistical classification of customers, November 1999, ECB
- Perspectives – Volume 41 of the 19th World Congress of Savings Banks, World Savings Banks Institute and European Savings Bank Group, february 2001, Brussels
- The Impact of the introduction of the Euro on capital markets, Communication from the European Commission, 1997, Brussels COM(97) 337 Final
- Europe at the crossroads – 5th Frankfurt European Banking Congress - Volume, 1995 Frankfurt
- Inflation differentials in a monetary union, ECB Monthly Bulletin, October 2000, Frankfurt
- The euro: integrating financial services, August 2000, ECB brochure
- Information Note From Commissioner Pedre Solbes. Mira to the Commission, 22 November 2000.
- International implications of European Economic and Monetary Union, OECD by Norbert Funke and Mike Kennedy, 1997, Paris
- Progress Report to the Ecofin Council on the Impact of ageing populations on public pension systems. EPC/ECF/N/581/00-EN-Rev.1, Európai Bizottság, 2000. November
- Study on the European banking sector. Eurostat - European Central Bank, 2000, Luxembourg
- EU Enlargement Monitor Central and Eastern Europe. Deutsche Bank Research, 2000. Október
- EMU and the single currency: how enterprises could approach the changeover, European Commission DGII, 1997
- Retail payments in the internal market. European Commission Communication, 2000, Brussels
- Eurostat Yearbook 2000. European Commission, EUROSTAT. Luxemburg, 2000.

- Hungary, On the Road to the European Union, World Bank, Washington, 1999
- Consequences of the introduction of the Euro for the regulatory framework of Community banking supervision and related legislation, European Commission, Banking Advisory Committee, 1997
- Scenarios for Europe 2010. European Commission: Forward Studies Unit Working Paper 1999. Július, Brüsszel
- Plan for the banking and financial community – Banque de France, Banking and Financial Working Group on the Changeover to the Euro, 2000
- The Economic and Monetary Union and the enlargement of the European Union, European Parliament Briefing, Luxembourg 1998
- Az EU csatlakozás és Magyarország versenyképessége, felzárkózása, GKI, Budapest, 2000. November.
- The EU's Financial Reporting strategy: The Way Forward, COM (2000)359, 13.06.2000.
- Risk Capital: A key to job creation in the European Union, Commission Communication, April, 1998.
- European Commission report on the eurobond market, March 2001, Brussels.
- Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, 15 February 2001, Brussels.
- Communication from the Commission on 'The euro area in the world economy – developments in the first three years. Brussels, 19. 06. 2002. COM (2002) 332 final.
- COM(1999)232, 11/05/99 Commission Communication on the Financial Services Action Plan, 1999.
- COM(2000) 329 30/05/2000 on the proposal for the modification of the UCITS directive I.
- COM(2000) 331 30/05/2000 on the proposal for the modification of the UCITS directive II.
- COM(99) 134 Final Communication on the Community supplementary pension schemes, 1999
- Eurostat report on the concentration in the banking sector, 31 March 1999.

- European Commission report on the euro payments, April 2000.
- FATF report on money laundering and electronic financial services¹ 1999, Paris
- ECB Monthly Report, February 2001, Frankfurt
- World Competitiveness World Book, 2000. Results. International Institute for Management Development. Lausanne. Website:
www.imd.ch/Wcy/ranking/ranking.cfm
- World Development Indicators, 2000. World Bank, Washington 2000. Website:
www.worldbank.org/wdi
- Számos más interneten elérhető információ

Könyvek, esszék

- Adjaouté, Kpaté – Jean Pierre Danthine: European financial integration and equity returns: a theory-based assessment. Conference Paper. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October, 2002. The Transformation of the European Financial System.
- E. Alberola – J. M. Marqués: On the relevance and nature of regional inflation differentials: the case of Spain, Bank of Spain, Madrid 1999.
- Antalóczy Katalin – Sass Magdolna: Működőtőke-áramlások, befektetői motivációk és befektetésösztönzés a világgazdaságban és Magyarországon. Közgazdasági Szemle, XLVII. évf., 2000. május, pp.: 473-496
- P.K. Asea - W.M Corden: The Balassa-Samuelson Model: An overview, 1994 Los Angeles
- Biais P., P. Hartmann and M. Manna, 2000, The Microstructure of the euro money market, CB, May 2000.
- Benczés I. Zs: Az EMU mint optimális valutaövezet, VKI, 1999. december
- L Bernard: Exchange Rate Policy of the euro area and the CEEC candidates, Louvain 1997
- Bishop G., 1999, New capital market opportunities in Euroland, EIB Papers, Vol. 4, No. I-1999.

- Bregsten, C. F.: The Dollar and the Euro. The Foreign Affairs, Vol 79. No. 4.
- Brooks M., 1999, The impact of EMU on portfolio management, EIB Papers, Vol. 4, No. I-1999.
- Darvas Zs: Csúszó árfolyamrendszerek, MNB Műhelytanulmányok, 1998
- Detken C. and Hartmann P., 2000, The euro and international capital markets, ECB Working Paper Series, No. 19, April 2000.
- Dermine, Jean: European Banking with a Single Currency, 1996, Brussels
- Dermine, Jean: European Banking: Past, Present, and Future. Conference Paper. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October, 2002. The Transformation of the European Financial System.
- Dezséri Kálmán: Transzatlanti versengés, Közgazdasági Szemle, 1999. május
- Európai Kislexikon: Második kiadás, Aula Kiadó, 1999.
- Fazekas Judit: Az európai integráció alapszerződése, KJK, Budapest, 2000.
- Földes Gábor (szerk.): Pénzügy jog II. kötet, Budapest, KJK, Budapest, 1997.
- Földes Gábor (szerk.): Pénzügy jog I. kötet, Budapest, KJK, Budapest, 1999.
- Gál Péter: A bankrendszer átrendeződése és az euró, Közgazdasági Szemle, XLV. évf., 1998 december.
- Gáspár Pál – Várhegyi Éva: Az euró bevezetésének hatásai az EMU és Magyarország gazdaságára, Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. június, pp.: 548-563.
- Gellért Andor: Elektronika a pénzvilágban, eUPC, Bank és Tőzsde, 2002. augusztus 12.
- Gonzales S. – Mascarenas J.: Banking macromergers, EMU and Globalisation, in: The Euro and the World, European Commission, DG X. 1998.
- Gormley, Laurence (szerk.): Introduction to the Law of the European Communities, 3. kiadás, Kluwer, London, 1998.
- Gross D. and K. Lanoo, 2000, The euro capital market, John Wiley and Son Publ.
- Horváth Á. – Szalai Z: Konvergencia és alkalmazkodás az EMU-ban, MNB 2000. december

- Horváth Edit - Szombati Anikó: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmány, 25, 2000.
- Jóföldi Endre: Elektronikus Bankszolgáltatások, KKMF, 1997.
- Kiss Ferenc: Az infokommunikáció szabályozása az új technológiai és a piaci fejlemények tükrében, Közgazdasági Szemle, XLVII. évf., 2000. szeptember, pp.: 700-718
- Lámfalussy Sándor: Gondolatok az európai értékpapírpiacok szabályozásáról, Közgazdasági Szemle, XLIX. évf., 2002. március, pp.: 181-192
- Marján Attila: A betétbiztosítási és a befektető-védelmi rendszerekről szóló közösségi irányelvek átvételének belgiumi tapasztalatai. Ipari Szemle (2000. No. 1.)
- Martin Péter – Kádár Kristina: Az EU finanszírozása, Pénzügyi szemle 2000/11-12. szám illetve 2001/2. Szám
- Merton, R. C.: Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions. NBER Working Paper Series, Cambridge, 1995.
- Mocsáry Péter: Az EK adójoga és adórendszere, mint az intra-integrációs adójog és adórendszer magvalósulása kitekintéssel annak magyar adójogi és adórendszerbeli vonatkozásaira, Ph.D. értekezés, 2002, BKÁE, kézirat.
- Mong Attila: Átszervezés előtt a Citigroup – Amerikai nagytakarítás, Figyelő, 2002. október 12.
- Monti, Mario: Single Market and Tomorrow's Europe, Brüsszel 1996. (Publication of the European Commission)
- Nugent, Neil: The Government and Politics of the European Community, Macmillan, London, 1993.
- Oszlay András: Elméletek és tények a külföldi működőtőke-befektetésekről. MNB Füzetek. 1999. szeptember
- Palánkai Tibor: Az nyugat-európai integráció, KJK, 1981. Budapest
- Palánkai T: Az Európai Integráció gazdaságtana, Aula, Budapest 1999
- Papaspyrou, Theodorus: Trends and recent developments in the capital movements and financial markets, European Commission, 1995, Brussels

- J. Pelkmans – D. Gros – J. N. Ferrer: Long-run economic aspects of the European Union's eastern enlargement, WRR, The Hague, September 2000
- Pete Péter: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről, Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. május pp.: 389–402.
- Raghuram Rajan – Luigi Zingales: Banks and markets: the changing character of European finance. Conference Paper. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24-25 October, 2002. The Transformation of the European Financial System.
- Rácz Margit: Az euró első éve és a rövid távon várható változások, Közgazdasági Szemle, XLVII. évf., 2000. október, pp.: 843-856
- Simai Mihály: Válságok és kiútkeresés: A világgazdaság pénzügyi szektora a XX. század végén. Műhelytanulmányok, MTA Világgazdasági Kutatóintézet, 1998, Budapest
- Simai Mihály: Az Egyesült Államok szerepe a világgazdaságban a XX. század végén. Műhelytanulmányok, MTA Világgazdasági Kutatóintézet, 1998, Budapest
- Soós János: Az Európai Központi Bank működési keretei. MNB Műhelytanulmányok No. 19. 1999.
- Szabó Katalin: Az infokommunikációs technológiák szétterjedésének következményei a hagyományos szektorokban, Közgazdasági Szemle, XLIX. évf., 2002. március, pp.: 193-211.
- Szalai Zoltán: Értékpapír-befektetés az Európai Unióban, MNB Műhelytanulmányok, 14. 1998. március.
- Szapáry Gy: Az árfolyamrendszer kiválasztása az átmenet országaiban az EMU-csatlakozás előtt, Közgazdasági Szemle 2000. december
- Shackleton, Michael: Financing the European Community, Pinter, London, 1990.
- Strasser, Daniel: The Finances of Europe, 7. kiadás, Commission of the EC, Brussels, 1991.
- Streissler, Eric W.: Globalizáció, tőkepiacok és az állam szerepe, Közgazdasági Szemle, XLVIII. évf., 2001. január, pp.: 1-17.
- Szentes Tamás: Világgazdaságtan, Aula 1995. Budapest

- Zsiday Viktor: Az utolsó keresztes lovag, HVG, 2002. 11. 07.

Felhasznált jogforrások

- Az Európai Unió Amszterdami Szerződéssel módosított Alapító Szerződése
- Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, Amsterdam, 17 June 1997
- Council Regulation No 1466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies
- Council Regulation No 1467/97 of 7 July 1997 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure
- Resolution of the Luxembourg European Council of 12-13 December 1997 on economic policy coordination in stage 3 of EMU
- The 2000 Broad Economic Policy Guidelines, Brussels 2000
- Report on the implementation of the 2000 Broad Economic Policy Guidelines, Brussels 2001
- A Bizottság Belső Piaci Főigazgatóságának honlapján található dokumentumok (www.europa.eu.int/comm/markt/index_en.htm)
- 1994. évi I. törvény a Magyar Köztársaság és az Európai Közösségek és azok tagállamai között társulás létesítéséről szóló, Brüsszelben, 1991. december 16-án aláírt Európai Megállapodás kihirdetéséről
- A Magyar Köztársaság gazdaságpolitikai prioritásainak közös értékelése I. Brüsszel, 1997. július
- A Magyar Köztársaság gazdaságpolitikai prioritásainak közös értékelése II. Brüsszel, 2000. Április
- Treaty of Nice, 0J/C/2001/80
- COMMUNICATION FROM THE COMMISSION on the preparations for the introduction of euro notes and coins, COM(2001)190 final Brussels, 2001

- COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE COUNCIL AND THE EUROPEAN PARLIAMENT ON IMPLEMENTATION OF THE RISK CAPITAL ACTION PLAN (RCAP), COM (2002) 563(01)

A közösségi jogszabályok forrása az Official Journal (Európai Közösség hivatalos lapja), illetve az itt megjelent jogszabályok szövegét tartalmazó CELEX számítógépes adatbázis.

A magyar jogszabályok forrása a Magyar Közlöny illetve a Complex számítógépes jogtár adatbázis.